

# Opinion

watch | 上证观察家

## 违规资金入市会加剧股市投机与波动

目前进入股市的资金主要有社保基金、保险资金、企业年金等稳健投资的资金；各种风格类型的证券投资基金、QFII、券商自营资金；各种以股市为投资对象的理财产品资金；以及私募基金、企业暂时闲置资金和散户资金等等。其中私募基金、企业暂时闲置资金、违规入市信贷资金等资金具有高度的短期化、助涨杀跌的特点，如果这类资金过多的充斥市场，必然会引起市场的过度投机现象和剧烈波动。

◎郭晓亭

股票市场的走势是由宏观经济增长的趋势、上市公司盈利能力的变化、政策面和资金面的变化等因素综合作用的结果。从2006年开始，中国股市走出了波澜壮阔的牛市行情。目前大家对产生这波牛市行情公认的原因，是股权分置改革的成功、宏观经济持续稳定的增长、上市公司业绩的大幅提升、人民币的不断升值以及流动性过剩等因素。

从资金面来进行分析，目前进入股市的资金主要有社保基金、保险资金、企业年金等稳健投资的资金；各种风格类型的证券投资基金、QFII、券商自营资金、各种以股市为投资对象的理财产品资金；以及私

募基金、企业暂时闲置资金和散户资金等等。由于资金来源不同，它们的风险偏好也不一样，从而在股市中表现出的特点也不同，其中私募基金、企业暂时闲置资金、违规入市信贷资金等资金具有高度的短期化、助涨杀跌的特点，如果这类资金过多的充斥市场，必然会引起市场的过度投机现象和剧烈波动。

沪深证券市场在两年内上涨了300%，上证指数从3000点到4000点仅仅经历了不到50个交易日，这种上涨速度是很罕见的。在今年前四个月中，两市A股已平均换手4次左右，其中沪市A股换手率为392%，深市A股换手率为437%；4月份的股票日均交易额已达到2339亿元，几乎相当今年前两个月日均交易额的总和。

统计资料显示，近几个月来，在基金等机构投资者并没有明显减仓的情况下，其持有的流通股市值占比却在不断下降，市场平均每笔成交量由年初的1万股以上迅速下降到0.5万股左右；同时，题材股过度炒作，垃圾股被炒成黄金的价格，与蓝筹股相比，题材股在更大程度上透支了本身并不确定的未来。因此，从不同角度可以佐证：近一段时间以来，换手率的过高和短期内成交量的突飞猛进，主要是由于市场充斥了大量的短线客，投机性资金比例过高造成的。

违规入市的银行信贷资金是一种典型的短线投机性资金。一般在大盘走势向好的情况下，股市的财富效应显现，民众投资热情也会逐步高涨，为了博取更大的收益，投资者

会通过各种渠道贷款炒股。投资者将贷款资金投入股市，这又进一步推动了股价的上扬，市场的投资风险、价格泡沫也在随之集聚和放大。一旦市场出现波动，股票被套牢，投资者的资产将会在短时间大幅缩水，在股票市值损失与贷款利息负担的双重压力下，再加上债权人拍卖抵押资产的潜在可能性，投资者的恐慌效应会成倍放大，“追涨杀跌”等非理性行为随之蔓延和强化。届时，股票市场将会因此而产生剧烈震荡。可见，违规信贷资金盲目入市必然会放大整个市场的投资风险。

近日，中国银监会就正式通报了企业挪用信贷资金违规进入股市或房地产市场的两起案例，涉及中国核工业建设集团公司、中国海

运(集团)公司两家国企，共违规挪用银行贷款44.6亿美元，用于证券市场及房地产等方面的投资。其中，前者挪用20.6亿元投资房地产和证券等，后者挪用至少24亿元用于申购新股。并同时对8家商业银行相关责任人予以罚款、暂停部分业务和拟取消高管任职资格等行政处罚。虽然以上案例为个案，但中国银监会对上述两起案例的通报和对相关责任人的处罚，充分反映了监管部门对信贷资金违规入市问题的重视和控制信贷资金进入股市的决心。

如果大量信贷资金不加监控地涌入股市，不仅会造成股市的虚假繁荣和吹大股市泡沫，银行还将为此承受较大的信贷风险和股市系统风险。减少信贷资金违规进入股市，也就有效地减少了短线投机性资金进入股票市场的数量，减少投机和跟风炒作等高风险行为，减少股票市场的频繁交易以及换手率过高的问题，有助于市场树立长期理性投资的理念，从而有利于进一步促进股票市场长远稳定的健康发展。

(作者单位：中国社科院金融所)

voice | 上证名记者

## 公共资金违规进入股市 危及国计民生

◎周俊生

股票市场的财富效应，像磁石一样紧紧地吸引着社会的兴奋点。即使是在前几年市场低迷的情况下，进入股市的各路人马也一浪风起云涌，更不要说在目前的牛市中了。据报道，在上海市高院前日召开的新闻发布会上，上海市法院系统在近几年审理的股票交易纠纷案中，涉及违规进入股票市场的公共资金高达63亿元。这只是上海一地的数字，而且只是法院系统的统计数字，如果扩展到全国，如果把未出现法律诉讼的违规入市公共资金一起统计进去，相信数字更为惊人。

所谓公共资金，按上海市高院的说法，指的是社保基金、教育基金、房屋维修基金、工会基金等有专项用途的资金。它们的来源或者是国家拨款，或者是公民按规定交纳于指定机构由其代为管理的款项，都有专门的用途，关系到国计的稳定和民生的福祉。把这些资金投入到低风险变幻莫测的股票市场中，一旦遭受严重损失，就会发生一系列的问题，危及资金的安全性，危及国计民生的正常展开。在上海市高院披露的案例中，华东师范大学的案例就集中说明了这种风险。2004年1月，华东师大投资3000万元，委托银河证券代理国债投资，当时银河证券保证，收益率不低于7%。而结果是，银河证券将该笔资金用于买卖股票，最后只偿还投资资金1400万元及收益105万元。由于这3000万元是华东师大的教育资金，数额巨大，一度给学校的教学工作造成很大的被动。

根据国家的规定，公共资金不能用于买卖股票，但可以购买国债。国家作出这样的规定，是基于减低公共资金进入市场后的风险，确保国计民生的正常运行不受干扰。但是，从华东师大和银河证券签订的这份协议却可以看出，公共资金的掌管人将资金交于券商后，其资金的安全性完全系于券商的诚信基础。但问题在于，如果只是投资国债，按目前的国债收益水平，要实现7%的收益率是完全不可能的。券商其实从一开始就确定了投资股市的目标，从而使这笔资金陷于高风险之中。这种所谓的保底条款本身是不公平的，它将风险转嫁于券商一方，券商只能用变更投资内容的手段来确保盈利。事实上，一旦出现亏损，司法部门也不可能依据这种显失公平的保底条款来断案，公共资金最终将承受风险。

也许有人要说，公共资金进入股市，亏损了固然有损于资金的安全性，但如果盈利了，则岂不是可以使资金实现增值？这种逻辑模糊了公共资金使用的严肃性，也加大了股票市场的动荡，侵犯了其他投资者，特别是散户股民的合法利益。如果公共资金大量进入股市，其造成的一个后果是使股市市值出现失真，造成市场虚假繁荣的假象。特别是像利用公共资金申购新股，表面上看是保证了盈利，但由于其数量通常很庞大，常常导致申购资金急剧增加，使散户股民的中签率急剧降低，客观上也侵犯了他们的利益。目前新股发行的中签率十分低下，散户股民已很难参与一级市场，这种现象的发生，与过多的公共资金混迹于新股申购领域，有着很大的关系。

上海市高院新闻发布会披露的情况，只是公共资金进入股市的冰山一角。对于这种严重危及国计民生，扰乱市场秩序，侵犯投资者利益的行为，有关部门不能坐视不管，更不能等闲到了法院才意识到问题的严重性。公共资金的内容十分庞杂，目前，各级政府已经加大了对社保基金使用的监管，但对其他类型的资金，由于涉及的面对较小，其使用则缺少有效的监管。因此，公共资金的各级主管部门应该加强对资金使用安全性的监管，堵住漏洞，不让其流入股市等高风险领域，保证了公共资金的正当使用，也就是在相当程度上保证了国计民生的良性运作。

## 乱认证扰乱市场竞争秩序

◎余昭

没有认证资格的牙防组因为非法颁发“认证标志”获利受到调查。但是，记者采访中发现，如今各种各样的认证充斥于市场，成为一道风景，不少认证门槛只有一道，那就是只要企业肯出钱，就能拿到证书。

媒体的调查结果令人吃惊，某款空调的认证多达29项。有些认证标志是国家有关部门发的，如能效标志、3C标志等。当然的则是出于一种炒作，通过某些协会拿到的认证。当然，企业热衷于认证很大程度是出于自身利益的考虑，“每增加一个认证标志，就意味着该产品在节能、环保等方面上升了一定的高度，厂家也可以顺理成章地涨价”。实际上，对于各种来路不明的认证，消费者根本没有辨别能力，他们很容易被“认证”误导。这种状况对于那些没有经过所谓“认证”的企业同样会造成不良影响，在竞争中，它们很容易置于被动地位。

一个“牙防组”倒下了，更多的“牙防组”站起来了，这是一个颇具讽刺意味的对比。认证的泛滥已经到了令人难以置信的地步。据报道，某家企业两个月内就收到大量通知认证的传真和电话，这些所谓“认证”一般要收取500元至5000元不等的“证书制作费”，有的还可以砍价。

认证的这种泛滥源于法律制度力度的疲软。我国对认证行为有着明确的规定，《中华人民共和国认证认可条例》要求，设立认证机构，应当“注册资本不得少于人民币300万元”、“有10名以上相应领域的专职认证人员”，且必须在依法取得法人资格后，方可从事批准范围内的认证活动。但是，我国对违法认证的惩处力度不够，“未经批准擅自从事认证活动的，予以取缔，处10万元以下50万元以下的罚款，有违法所得的，没收违法所得。”

区区50万元罚款对于许多认证企业根本不具有威慑力。据报道，著名的牙防组在授予某企业一种“牙防”“权威认证”形象后，就收到该企业1000万元捐赠。而且，相关认证机构往往都挂靠在一些部委名下，比如牙防组就挂靠在上海卫生部名下，一旦它出事，负责查处的也是它的“上级”，比如，负责查处牙防组的就是卫生部，有关官员给出的评语竟然是：牙防组功大于过。此言一出，国内质疑之声不绝于耳。这恐怕也是认证陷于乱局的根源之一。

牙防组正在成为一个违规认证的活的标本。现在，人们都在期待最终的结局。如果功大于过的评论最终被认定，如果牙防组受到法律的严厉惩处，那么，违规认证的乱局就可能持续下去，甚至可能变得更乱。反之，违规认证就会大为减少。

(作者单位：华林证券)

## 出口退税率调整 需防止企业减薪

◎陈予军

为了缓解贸易顺差，减少贸易摩擦，根据财政部昨天发布的《财政部国家税务总局关于调低部分商品出口退税率的通知》，从7月1日起，我国将取消553项“高耗能、高污染、资源性”产品的出口退税，降低2268项容易引起贸易摩擦的商品的出口退税率。

海关总署公布的最新数据显示，5月份我国贸易顺差大幅扩大至2245亿美元，同比激增73%，成为有史以来的第四大单月顺差。此次调整出口退税率对相关企业的冲击非常大。比如，化工行业受到的影响就比较较大，诸如生产磷化工、钛白粉、纯碱、染料、氧化锰、碳酸钡、碳酸锶等产品的企业利润率将会降低。

由于面对利润率降低的巨大压力，相关产品的成本转移能力又比较弱，一些企业很可能通过压低人工工资等措施来降低成本，这将部分抵消出口退税率调低对减少贸易顺差的积极作用。对这一可能性应引起重视。

实际上，提高而不是降低工资与出口退税一样，可以起到减少贸易顺差的作用，而且，效果可能更好。加薪可以增加企业的生产成本，提高产品售价，有效减少贸易顺差。加薪带来的消费能力的上升，还有利于刺激消费，拉动内需，形成良性循环。而且，加薪还可以有效减少我国对外部市场过强的依赖性弊端，因为我国居民收入中70%的收入来自工资，提高工资，收入增加，消费就会扩大，而内需增加出口需求就会减少，进而减少贸易顺差。

应该认识到，我国工资整体水平还是比较低的，尤其是工人的工资状况，连续多年没有明显增长。在成熟的市场经济国家，收入分配率普遍都在54%-65%之间，而我国2003年仅为12.6%。由于工资太低，在农业税取消后，打工对农民工地的吸引力减弱，导致我国沿海地区出现了“民工荒”问题。发展经济的根本目的之一就是提高人民的生活水平，改善民众的福利待遇，贸易顺差拉大为提高基层工人工资提供了一个契机。

事实上，就连美国的学者也多次提出这种建议。华盛顿经济政策研究所高级国际经济学家罗伯特·斯考特表示，中国可以做两件事来减少与美国的贸易顺差：人民币升值30%到40%；同时，采取措施，刺激国内收入的提高。当然，斯考特的建议目的是为了为了让中国工人有钱购买美国企业生产的产品，但在目前的情况下，工人工资的增加更大的可能是增加对物美价廉的国内产品的需求。

农民工和基层的工人为我国经济的持续、快速发展作出了巨大贡献，他们理应分享改革与发展的成果，提高他们的收入乃是对他们所作贡献的一种回报，更何况提高他们的工资对拉动内需有利，能惠及每一个人。

## 房市调控受阻于政府自身利益

时寒冰

房价在调控声中不断创出新高，正在某种程度上改变着人们对未来房价走势的判断，同时，也在对政府的公信力造成影响。那么，是什么阻碍了房市调控产生效果？

包括新华社、中央电视台在内的媒体，对房价真相有过多次深度调查，“非正常、非市场化”因素操纵房价的内幕不断被揭露出来，而有些操纵房价的行为不仅违规，有的还涉嫌违法，但是，我们看到地方政府和有关部门对高房价保持了惊人的宽容度。参与调控的各个利益主体，一再表明要严厉遏制房市囤积居奇、捂盘惜售等不法行为，然而，当全国房价涨势如虹，深圳甚至创下两个月上涨超过30%的记录，他们给出的表态却是要调查房价上涨的真实原因，表现出极好的耐心。

究其原因，在于各地政府和有关部门在房市中的利益联系太紧密，调控对它们而言犹如刮骨疗伤，很少有谁愿意承担这种痛楚，而放任自流的必然结果就是房价连创新高。由于这个前提的存在，相关调控措施也往往偏离房市调控的主航道，而走向维护自身利益的道路。比如，以提高或清算征收的方式调控房价，无论房价是涨是跌，政府和有关部门都首先是受益的一方。再比如，政府通过勾地等措施抬高土地出让金，也最大限度地确保了政府受益的最大化。除此之外，还有各种依附或寄生于税收上的各种收费，都使地方政府和有关部门获得可观收益。

也就是说，地方政府及有关部门实际上都是房价上涨的受益者，



刘道伟 漫画

倘若不将他们的利益从房市中剥离，房市调控就很难取得效果。那么，如何解决这一问题呢？笔者从税收和土地两个方面提出一些建议。

其一，减税降费。减税就是减少税收，降费就是清理各种乱收费。我国目前对房地产业开征的税种很多，包括土地增值税、城镇土地使用税、营业税、城市建设维护费、教育附加费、耕地占有税、房产税、契税等等，这些税收成本无疑都被转嫁到了房价当中。

更大的问题在于，依附于税收之上的乱收费种类太多，据统计，在我国房地产开发过程中，各种收费项目多达100余种。这种情况有点像过去的农业税，在农业税没有取消之前的2004年，我国全年的农

业税收收入只有232亿元，而依附于其上的各种乱收费、乱摊派则高达2000多亿元，取消农业税之后农民负担骤然减轻，很大程度上就在于“皮之不存，毛将焉附”，乱收费、乱摊派也无法再行下去。也就是说，取消200多亿元农业税，实际上减轻了农民2000多亿元的负担。

房地产市场的情况同样如此，各种乱收费依附于税上，而开发商则依附于税费高的借口，变本加厉地放大成本、推高房价。倘若减税降费一个百分点，房价应该以远远超过一个百分点的速度下调。更重要的是，这样能减弱地方政府和有关部门与房市的利益联系，从而使房市调控政策更容易得到执行。

其二，改变过快抬高土地价格的

## 要密切关注日元利率和汇率走向

◎刘勰

最近公布5月份PPI为2.8%，CPI为3.4%，固定资产投资同比增长25.9%，客观上有加息的预期，但即使再次加息，也不会影响股市震荡上升的格局。这是由于我国政治经济稳定，人民币处于升值阶段，上市公司业绩大幅增长，以及制度溢价、资产注入、购并重组等多种支持因素，因此，加息只会对股市构成短暂心理上的影响，不会改变股票市场预期运行趋势。

值得注意的是，现在全球国际收支失衡，美元泛滥，日元充当着“国际货币供款机”，目前全球大约有7.5亿美元游资，据有关国际金融机构预测，其中日元约占40%，那么美元和日元利率走向，已经成为国际游资的指挥棒，尤其是日元息口变化，一旦日元利率提高，则会引发套利交易，从而波及全球股市震荡，包括我国股市也会受到较大影响。

所谓利差交易一般是指借入低

息资金，投资高息资产，博取利差的交易活动。日元利差交易有三种形式：一是国际投资者直接借入日元；二是日本本国投资者(退休金、养老金、个人投资者等)投资其他货币的资产(因为其负债为日元标的)；三是国际投资者通过期货、期权、结构性产品等衍生金融工具间接参与利差交易。

当今国际货币格局，是美国压迫人民币升值，同时却放任日元贬值，如自2005年7月21日至2007年6月1日，人民币对日元累计升值17.4%，人民币对美元升值8.2%。如近期受美国长期利率上升的影响，6月13日东京外汇市场上，美元对日元汇率一度升至1比122.32。这是自2002年12月中旬以来，日元对美元汇率创下最低水平，使日本产品的国际竞争力处于非常有利地位。有关数据显示：今年4月份日本商品贸易盈余为1.0342万亿美元，同比增加34.7%，其中出

口额为5.2422万亿美元，同比增加3.2%。又据日本财务省6月13日公布的数据显示：今年4月份日本国际收支经常项目盈余达到1.9865万亿美元，同比增加50.3%，这是日本国际收支经常项目盈余连续4个月增加。今年3月份日本对华贸易3年首次出现顺差，日本国内银行在泡沫经济破灭时形成的坏账，到现在都已经填平。

美国银行的日本经济策略主管Tomoko Fujii对此认为，修正数据应该让日本央行获得更大的信心，经济增长非常稳健，这将令日本央行在8月份启动自去年以来的第三次加息的可能性增大。

日本长期维持低利率，客观上造成了国际上日元套利交易的大量孳生和泛滥，由此也给国际金融市场带来了巨大的不确定性因素。因为一旦日本在短期内大量加息或是加息预期升温，随之而来的日元套利平仓盘可能给国际市场再次带来剧烈波动，我国股票市场可能

再次发生强烈震荡，今年2月全球股市大跌就是例证之一。

根据日本央行数据：在贸易伙伴的通胀率进行调整后，1999年12月至2007年3月，日元的实质有效汇率从148.1下至99.7，贬值32.7%，为1985年10月以来最低，这使得日元重回广场协议的时代，给日元利差交易获利，汇率变动收益又提供了可能条件。让汇率问题成了他国与跨国集团挟世界舆论，获取中国经济利益的利器。

日元长期低估以及日本持久维持低利率水平，客观上导致了全球日元套利交易盛行的恶果，将对全球金融市场构成了越来越大的潜在威胁，可以堪称一枚重磅定时炸弹。如果说国际金融市场动荡的祸首是美元，那么日元就是帮凶。为此，市场各方人士及各权威部门都应该加以关注。尤其股市投资者，要密切关注今年8月份日元利率和汇率走向。

(作者单位：华林证券)