

■财经时评

加息无助调控物价抑制投资

在当前主要宏观统计变量(如CPI、货币总量、股票指数等)存在着诸多缺陷、甚至可能扭曲我们对真实世界的看法的情况下,简单地将这些变量设定为宏观调控的目标,调控的效果多半是会受到影响的,加息也就很难收到预期的效果。

◎殷剑峰

又快到公布月度CPI数据的时间了。每到此时,市场都会感到焦虑不安——可能加息吗?在这个信息不透明的“信息时代”,对政策,尤其是突如其来的政策的无端猜测已经多次被证明是徒劳无益的。我们所能做的,只是探讨一下“是否需要加息”这样一个在经济学中被称为“规范研究”的话题。

现在的习惯是,说到加息与否,大家的目光就聚焦到CPI上。今年3月份至5月份,受农产品价格的推动,CPI已经连续三个月达到或超过了3%。对于即将公布的6月份数据,市场普遍预测在4%以上。然而,这种由食品价格主导的CPI变化有其自身的规律:由于对食品的需求相对刚性——多数人不会因猪肉价格上涨2元就少吃2两猪肉。因此,价格的变化就主要取决于供

给的反应弹性。对此,加息或其他货币政策既不可能减少食品的需求,也不可能加快食品的供给,因而无助于价格的回落。事实上,近期CPI的变化与2004年的情形如出一辙。在2004年,同样受食品价格的推动,CPI在当年7.8和9月份连续三个月保持在5%以上,随后又在食品价格下落的带动下逐步回落,全年的CPI也就只有2.4%。至于2004年9月份后CPI的下降与当年10月29日那次加息孰因孰果,我们只能说当时的货币政策顺应了农产品市场的供求规律,而非反之。

除了物价之外,有关是否需要加息的另一个重要考虑就是投资。截至今年5月份,城镇固定资产投资同比增长了25.9%,比去年同期回落了4.4个百分点,投资增速明显趋缓,预期全年最高也不会超过26%。在投资增速回落的同时,投资的结构也趋于合理。以占城镇固定

资产投资达31%强的制造业为例,在亏损额和亏损企业数量下降的同时,5月份的累计利润比去年同期上涨了1.6倍,而体现新一轮工业化趋势的重工业子行业,如专用设备、交通运输设备、电气机械等,其业绩增长更猛。再以占城镇固定资产投资25%以上的房地产为例,受城市化进程加快,1980年代婴儿潮的影响,住房需求一直在以快于住房供给的速度增长。今年5月份,住房销售面积已经相当于同期竣工面积的188%,供不应求的问题非常突出。此外,随着相对落后地区的城市化进程加快和民众收入水平的提高,房地产投资正在呈现由发达地区向全国其他地区转移的态势。5月份,北京、上海、天津、江苏、浙江、广东、辽宁等7省市的房地产投资占比为50%,比2004年下降了10个百分点。制造业和房地产两个行业的投资变化反映了我国正在进入

新一轮工业化和城市化的进程,这是宏观供给面的变化,而货币政策只能影响总需求。特别是对于住房市场,如同货币政策无法应对食品价格上涨一样,在住房需求呈现相对刚性的情况下,加息只能加重普通居民的负担,而对增加住房供给并无什么帮助。

既然物价和投资都不应该成为加息的理由,那么,剩下的还有什么呢?信贷不应该是,因为信贷的增速很平稳。货币供应量也不应该是,除了现在的货币统计口径存在问题之外,目前M1和M2的变化几乎完全受内生因素的驱动。例如,根据我们的研究发现,居民储蓄存款向M2的搬家会导致M1增速上升,M2增速下降。滑稽的是,近期有一个说法是要通过加息(以及取消利息税)来提高居民储蓄存款的积极性。记得几年前当消费不振、资本市场萎靡的时候,一些人呼吁要让储蓄存

款走出去,去资本市场投资,去消费。如今,当越来越多的居民真的燃起了投资热情和消费热情的时候,似乎同样是那些人,却开始说起了完全相反的话。资本市场的发展已经被党中央、国务院摆在改革我国金融体系结构、改变经济增长方式的战略高度,未来依然要着眼于增加供给,应该放松行政管制,尤其是对发行的管制,同时需要加强和完善市场化的监管体系。这些都是老生常谈,都属于供给层面的问题,与管理总需求的货币政策无关。

所以,从对经济、金融领域的主要变量分析看,我们是不需要加息的。那么难道我们就不会加息了吗?答案显然没有这样简单。今年初,管理层已将CPI目标设定在了3%,因而或许不会对连续几个月超标的CPI无动于衷。不过,需要特别说明的是,在当前主要宏观统计变量(如CPI、货币总量、股票指数等)存在着诸多缺陷、甚至可能扭曲我们对真实世界的看法的情况下,简单地将这些变量设定为宏观调控的目标,调控的效果多半是会受到影响的,加息也就很难收到预期的效果。

(作者单位:中国社会科学院金融研究所)

■看法

谁为中国股市制造了高市盈率这杯苦酒

◎魏雅华

7月12日,深交所为防止过度炒作上市首日新股,制定并发布了新规则。新股上市当天,换手率达到80%时,将发布风险提示公告;涨幅与开盘涨幅之差达到一定程度时,将被临时停牌。

这件事意义重大。在市盈率这件事上,中国股市的管理层与主流经济学家们似乎达成了共识,即:将中国股市的市盈率警戒设置为40倍。

这么多年来,中国股市一次又一次地被“市盈率太高”所击倒。市盈率是打压中国股市的重武器。在中国股市的演进过程中,行情曾经一次又一次地被这一块石头绊倒。

现在,中国股市离开大牛市已越来越远。人气低迷,成交萎缩,成交量从全盛期的日成交5000多亿元,跌到了1000亿元上下,而沪市B股则已萎缩至6.9亿美元,与曾经有过的日成交量94亿美元相比,简直恍若隔世。A股日新增开户数从30多万跌到了6万左右。

曾经人满为患的证券营业厅里,又稀稀落落了。持有中国股市“泡沫泛论”的人振振有词地说,美国股市的市盈率是17.6倍,而中国股市的市盈率到2007年7月,仍高达40多倍。

可问题是:谁为中国股市制造了如此之高的市盈率?

今年1月8日,中国人寿以18.88元/股的价格定位发行,2006年业绩不过0.34元的中国人寿,发行后市盈率高达60倍。更让人瞠目的是,中国人寿首日开盘价竟高达40多元,盘中提高至50元,市盈率竟高达100多倍。面对此种情景,仍有舆论认为,中国人寿近100倍的发行市盈率,依然是合理,甚至是非常有吸引力的。

但是请问,如此之高的市盈率,又让二级市场如何炒作?中国人寿在二级市场上还有盈利的空间吗?这不是把一个烧红的煤球,递到了二级市场投资人的手中?

许多人都问:摊薄后业绩不过0.31元的中国人寿,凭什么享有40多元的“贵族股”地位?与此形成对照的是,业绩高达1.05元的宝钢股份,当时价位也才10元多。

当然,中国人寿的事情已经有一段时间了。但是,即使是在最近一个多月里,在股市基本面已经发生很大改变以后,中国股市的新股发行仍在演出着一幕又一幕的由高市盈率带来的暴利神话。

6月26日,中国远洋从香港股市回归。其2006年业绩不过0.13元,发行价为每股8.48元,首日上市便大涨93%,6月28日,中国远洋涨至18.73元,按全天收盘价折算,其市盈率高达136.6倍。

而在2005年,中国远洋发行H股时,上市当天就跌破了发行价,并在长达16个月的时间里,未能有效突破,所有购买了中国远洋H股的投资者悉数被套,被香港股市戏称为潜水艇。

这样的例子还可以举出很多。拓邦电子的发行价为10.48元,上市首日开盘涨幅即达272.14%,达到了39元,当日盘中最大涨幅高达577.48%,提高71元,收盘涨幅仍在472.52%,收在60元高位,市盈率的居高不下不在话下。直到现在,已经出现多个跌停,市盈率仍高达90倍左右。上市首日买进的投资者自然全部套牢。

据统计当日参与该股买入账户共有11483个,截至7月10日共有11368个账户亏损,占比99%,累计账面亏损1.37亿元,亏损最大的账户亏损284万元,首日在50元以上买入账户共有5179个,累计账面亏损9418万元。

如此之高的发行市盈率,中国股市的平均市盈率能不高吗?中国股市新股发行的制度为中国股市设计了如此之高的市盈率,又凭什么指责:中国股市的平均市盈率太高?

中国股市仅对新股上市的首日涨幅进行监控是不够的,有关部门应该对新股上市的首日涨幅作出严格的限制。这将会有效地降低中国股市的平均市盈率,释放中国股市的系统性风险,使中国股市安全地运行。

我们能问一声吗:谁为中国股市酿制了高市盈率这杯苦酒?

现在,一大批红筹股将从香港股市回归沪深股市,这个问题的解决已经显得很紧迫。

储蓄回流银行 难成大趋势

◎诸葛立早

央行发布的2007年上半年金融统计数据显示,6月份,金融机构人民币各项存款增加9041亿元,同比增加4933亿元。其中,居民存款增加1678亿元,同比多增136亿元。对此,相关媒体评论说,经过了连续两个月的大幅度下降,居民储蓄存款搬家的现象在6月份出现了“急刹车”。据说,这种变化和5·30后的股市大调整有关。股市的风险,使人领教了赚钱与赔钱没有不可逾越的鸿沟以及割肉那痛的转换,一部分不愿意承受高风险的资金,最终还是选择了回归银行。

但是,倘若由此得出“储蓄回流银行”将成趋势的判断,就大错特错了。现在我们常常说“流动性过剩”,这个新概念包含着两层意思,既包括“过剩”,还包括“流动性”。亦即是说,这个“流动性过剩”不是凝固不动的,而是四处出击的,说得“俗”一点,就是哪里有利可图就往哪里钻。央行发布的二季度城镇储户问卷调查就显示,高达四成的居民倾向于购买股票和基金。不少银行界人士也认为,火热的资本市场改变了老百姓的理财习惯,这不是短期内能改变的。应该说,这个判断还是比较实事求是的。

我们必须正视,这些年我国居民储蓄率已经呈长期稳步下降趋势。1992年,居民储蓄率约为22.6%,到2003年则降到了18.1%。从统计数据上看,居民储蓄率等于两个因素的乘积:居民的储蓄倾向,居民可支配收入占国民可支配收入的比重。对这一趋势,著名经济学家李杨的看法是,居民储蓄倾向下降,反映出国家持续推行的增加国内消费的基本战略已经取得明显效果。居民可支配收入在国民收入初次分配环节中持续下降,主要由劳动报酬和财产收入比重的双下降所致。储蓄率“江河日下”,其实是社会进步的一种折射。

从提高直接融资比重的要求看,“储蓄回流银行”也已显得不合时宜。近几年,我国直接融资比重只在10—15%之间,前几年还呈下降趋势,而发达国家和地区的这一比重一般在50%以上。目前我国居民储蓄余额已超过10多万亿元,城乡居民个人金融资产存入银行储蓄的比例为84.5%,只有15%左右是投在股票、债券、基金、社保等方面,而英、美、日、德等国的居民资产一半以上至80%都投在直接融资上。这些都表明,我国发展直接融资的潜力很大。提高直接融资比重是中国金融业发展面临的一个重大课题。党的十六届三中全会鲜明地将扩大直接融资写进了中国未来经济改革和发展的纲领性文件,并将其视为资本市场改革开放和稳定发展的首要着力点。在这样的背景下,储蓄不断地流出银行到资本市场上来,自然会成为一个趋势。

“带头大哥”被拘能否终结股市造神运动

◎李会霞

有一句经典之语常被人们提起——“只有当潮水退去,才知道谁在裸泳”。“带头大哥777”王秀杰被吉林省警方以涉嫌利用网络非法经营投资业务为由刑拘,也让众多民间“股神”悄然隐退。从造神到走下神坛,在短短的一周时间,中国资本市场又一个最动人的神话走向破灭。

国人最忌讳露富,这不仅是一种传统更是一种根深蒂固的理念。然而,在资本市场总有一些自称为“股神”的人,频频地站在聚光灯下,接受众多股民羡慕不已的目光,但这种羡慕升级为顶礼膜拜,许多股民就会成为“股神”们的追随者。这或许可以理解为股市造神的根源:

第一,随着影响力的扩大,追随者的增多,“股神”就能借力打力,影响其所推荐的股票走势。也就是说,“股神”所推荐股票的上涨并非预测的准确,而是“股神”带动人气推动的结果。据悉,“带头大哥777”的博客日点击量曾有超过150万的“辉煌记录”,即使有十分之一的人选择他所推荐的股票,就意味着数亿元资金的“购买力”,蜂拥而至的资金足以推动该股票的快速上涨。“带头大哥777”推荐的股票以小盘股居多,股票上涨又为他带来更多的顶礼膜拜者。这就是“股神”们所追求的良性循环。倘若这些“股神”自己建仓然后向股民推荐,蜂拥而至的买盘无疑将放大他的收益,这或许就是“股神”



漫画 刘道伟

们故意露富,甚至无中生有编织暴富神话的重要原因之一。

第二,随着造神运动的完成,“股神”们便开始以集资的方式吸引部分投资者加盟,而“股神”们则盈利坐收提成,亏损概不负责,实际上,那些冲着“股神”名气加盟的人,有几个会提出亏损后责任分担问题的?倘若提前想到这一层,谁还把资金交给“股神”操作?这种做法让“股神”们稳赚不赔,把这一点作为股市造神的理由之一,再合适不过了。

第三,数额惊人的会费。据报道,“带头大哥777”有四个群,收费1万至4万不等。其中,“黄金群”是1.3万一年,铂金群2.7万一年,白金3.9万一年。“带头大哥”利用QQ群涉嫌敛财1300万,仅此

项会费收入,就足以让其成为一个千万富翁,这对造神者还不够具有吸引力的吗?事实上,不仅“带头大哥”,还有不少被人们称之为“股神”的人,通过建立收费的QQ群来敛财。这些人公然在博客里注明上,那些冲着“股神”名气加盟的人,有几个会提出亏损后责任分担问题的?倘若提前想到这一层,谁还把资金交给“股神”操作?这种做法让“股神”们稳赚不赔,把这一点作为股市造神的理由之一,再合适不过了。

不仅如此,通过QQ群来影响某只股票(尤其小盘股)的股价,变得更为容易和隐蔽。以“带头大哥777”王秀杰为例,假设一个股民能够拿出每年1万多元的费用加入他的QQ群,该股民在股市账户的资金应该在20万以上,以平均20万元来计算,这些人群的资金就在两

■上证观察家

从市场发展基本逻辑看股市发展前景

◎张晓凌 王晓津

只要经济金融全球化的势头不减,国内与国际经济结构性失衡依然存在,“双动力引擎”依然存在,我国股市就仍然存在“做多”的动能。综观目前出台的一系列调控政策,无论“堵截”还是“泄洪”,均非“抽薪”之举,只是起到减少或分流过剩流动性的作用,不能从根本上消除产生过剩流动性的内在机制。

种,均深化了股市需求。因此,“股改制度红利、低利率、高增长、高通胀、流动性过剩”等宏观因素共同支撑了本轮股市的强劲上涨。从上市公司微观因素看,市场环境的变化导致了上市公司行为的重大变化,突出表现为“做多”行为的强化,包括整体上市、并购重组、增资扩股、资金清欠、做高业绩、高送转股本等,都在很大程度上起到了提高上市公司质量、促进资本市场发展的效果。

从深层次分析,国内与国际经济结构性失衡是上述要素产生效应的根本原因。首先,在国内经济结构性失衡层面,长期以来居民储蓄下的低实际利率(甚至负实际利率),强化了以高投资需求拉动经济增长的模式,高投资形成的过剩产能无法通过低迷的内需消化,只能通过对外出口释放,由此导致不断扩大的经常项目顺差;其次,在国际经济结构性失衡层面,

我国人世以来的这几年,正是经济全球化全面提速的黄金时期,以发达国家跨国公司主导的跨境投资与跨境贸易逐渐将世界分工布局发展成为以中国为核心的实物制造经济体系与以美国为核心的货币供给经济体系之间的“双向循环和双向依赖”,以美国为核心的外部经济体系的增长成为拉动我国出口增长乃至国民经济高速增长的重要外部动力;人世后我国市场开放和国内经济高速增长带来的高回报机会,也吸引着境外资本蜂拥而入,由此产生了庞大的资本与金融项目顺差;第三,庞大的双顺差在我国现行结售汇体制下产生过度的流动性,并导致人民币升值压力,在央行利率服从汇率的战略格局下,为保持人民币对美元的缓步上行,较长时期内的低利率政策仍是央行的首选,低利率战略则又推动了国内经济结构性失衡。

提高存款准备金率等既有的货币政策,而是综合运用股市扩容、紧缩性的货币政策、外汇政策、财政政策等全方位手段,通过增加股票供给和抑制市场资金供给来保持市场均衡。这些政策可分为两种类型:一是堵截型政策,包括查处信贷资金违规进入股市、查处境外“热钱”违反资本管制流入股市、降低或取消出口退税比率;二是泄洪型政策,包括取消或降低存款利息税、香港红筹公司回归A股市场与H股公司发行A股、QDII政策、发行特别国债等。综观目前出台的一系列调控政策,无论“堵截”还是“泄洪”,均非“抽薪”之举,只是起到减少或分流过剩流动性的作用,不能从根本上消除产生过剩流动性的内在机制。

由此,在国内外经济结构性失衡的双向循环、双向依赖与倒逼之下,在股权分置改革与“7·21人民币汇制改革”的制度性变革催化之下,上述宏观微观因素发生强烈的“共振效应”,呈现出过剩的流动性追逐有限的股票供给,股市不断走强的“做多”势头。其中上市公司利润增长与流动性过剩扮演着促成股市走强的供需“双引擎”。总之,只要经济金融全球化的势头不减,国内与国际经济结构性失衡依然存在,“双动力引擎”依然存在,我国股市就仍然存在“做多”的动能。

最近出现的大幅调整是在股指持续攀升、市场整体估值充分以及非理性泡沫泛起的情形下发生的,流动性过剩与上市公司盈利增长出现一定程度的背离是调整的主因,管理层调控流动性过剩的向密集政策则起到催化作用。目前,管理层调控股市的手段不再简单地局限于加息、

提高存款准备金率等既有的货币政策,而是综合运用股市扩容、紧缩性的货币政策、外汇政策、财政政策等全方位手段,通过增加股票供给和抑制市场资金供给来保持市场均衡。这些政策可分为两种类型:一是堵截型政策,包括查处信贷资金违规进入股市、查处境外“热钱”违反资本管制流入股市、降低或取消出口退税比率;二是泄洪型政策,包括取消或降低存款利息税、香港红筹公司回归A股市场与H股公司发行A股、QDII政策、发行特别国债等。综观目前出台的一系列调控政策,无论“堵截”还是“泄洪”,均非“抽薪”之举,只是起到减少或分流过剩流动性的作用,不能从根本上消除产生过剩流动性的内在机制。

在经历了大幅调整的考验之后,市场估值是否仍有上行的潜力,上市公司盈利能否随着流动性的增长而增长,将是判定我国股市能否继续走强的着眼点。正确看待当前市场估值与上市公司盈利状况,不仅需要管理层与市场更新估值理念,更需要管理层在“做实泡沫”中发挥重大作用,夯实市场长期发展的制度基础。

(作者单位:深圳证券交易所博士后工作站)