

Opinion

■财经时评

# 股市为何在统计局局长心目中分量不重

一个频频创造奇迹、一个让万众心弦拨动的市场，一个全球最重要的新兴市场，却无法准确地反映出中国宏观经济的基本面，这不能不说是一个讽刺。谢伏瞻泼冷水的话反而给人带来了希望，一些清醒者并没有因为股市上涨，而遮蔽住对股市真相的认识，而这正是今后股市改革的重要前提之一。

◎ 叶檀

国家统计局局长谢伏瞻日前参加央视《对话》栏目，解读中国宏观经济数据。权威数据部门的掌门人，央行货币政策委员会的当然委员，对中国宏观经济形势的判断，引起了各方的强烈关注。并不出人意外，担任国家统计局局长之后谨言慎行的谢伏瞻对于中国经济作出了谨慎的乐观描述，在严格区分经济是过快还是偏快的基础上，对中国经济界定在正常轨道。相比于这个结论，谢伏瞻对股市地位的偶尔流露更加说明问题，为中国资本市场亮明了第三方观点。

在选择能够描绘中国上半年经济发展特征的五个数据时，谢伏瞻

选择的是央行的三次加息，CPI的增长幅度，GDP的增长幅度，贸易顺差的持续增长，固定资产投资的增长，对于上证指数为何落选的解释是，“我们目前的股票市场，还不能够全面地反映中国经济的全貌”。这个结果反映了在谢伏瞻等一派实务型官员眼中股市的真实地位，股市仍然未能成为中国宏观经济较为准确的晴雨表。尽管中国股市牵涉到几千万家庭的利益，尽管A股市场股指的上涨引发了国际投资者的关注，尽管总市值与IPO正在赶超超美，但是，一个频频创造奇迹、一个让万众心弦拨动的市场，一个全球最重要的新兴市场，却无法准确地反映出中国宏观经济的基本

面，这不能不说是一个讽刺。谢伏瞻先生的结论尽管令人不快，却是接近事实真相的。于是问题就变为，为什么股票市场无法反映中国宏观经济的基本面？答案不难索解。首先，我国上市公司中存在许多并不能反映中国宏观经济增长点的公司。一个很清楚的事实是，我国是以投资与出口拉动开始了近二十年的宏观经济增长，中国效率最高、赢利能力较强的企业集中在这个领域。但我国的股市选择上市公司从一开始的“配给制”到现在的核准制，虽然有所进步，其中贯穿的一条主线是为改革进程中解决矛盾服务，也就是说，那些有直接融资需要的有活力的企业很可能没有办法得

到股市的垂青，只有那些政府认为需要帮助企业才能获得股市资源，这就形成了股市中的逆向选择机制。目前，虽然通过并购、重组等方式，股市正在以自身的力量向正向选择机制转变，钢铁、制造、公共设施、交通、消费等板块轮番成为舞台主角，但从政府的主导资源配置来看，扶持的对象从地方中小国企转变成大型国有企业，从IPO到定向增发、整体上市等一路绿灯。当一个市场民营企业利润占据半壁江山、解决了大部分就业问题的时候，在股市上的重要却不值一提的时候，谢伏瞻的话也就找到了事实载体。更不必说，股市根本无法反映快速增长的服务业、以及未来中国经

兴旺所系的高科技企业。其次，重要上市企业的畸形股权结构使股市无法反映中国经济的基本面。上证综指金融地产股占的比重高达40以上，金融股的权重高企，这似乎印证了金融在中国经济中的核心作用。但问题在于，这些所谓的大盘蓝筹股流通股极少，中国银行、工商银行、中国人寿、中国石化 的市值分别仅为 2.1%、2.7%、3.2%和 4.1%。杠杆作用畸高，流通市值与总市值偏离到如此严重的程度，除了会造成股指失真之外，当然也说明市场易于操控，这些蓝筹股的重要性主要并不体现在市场中，而是体现在政策的权威之中。以上两点只是中国股市不能反应中国宏观经济基本面的中举大者，有必要进行改革的地方还有很多，从对于资本市场的理念到股指统计的技术问题等等。谢伏瞻泼冷水的话反而给人带来了希望，一些清醒者并没有因为股市上涨，而遮蔽住对股市真相的认识，而这正是今后股市改革的重要前提之一。

■看法

## 经济学家更应该学会尊重市场

◎王清平

在央行上调金融机构人民币存款基准利率和国务院调减储蓄存款利息税后，中国股市走出一波上涨行情。7月24日，一位经济学教授撰文指出：凡在市场成熟的国家，股市与利率都是反向而动的——减息则股市上扬；加息则股市下跌，而且二者之间的关联度与敏感度极高。而在我国，实际的情形却是相反的，这是一种畸形的市场表现。自2006年以来的每一次提高法定存款准备金比率，以及每一次加息，中国大陆股市的反应都是反向而行的。类似的质疑之声并不鲜见。早在上周五，某证券公司一位首席经济学家在接受记者采访时认为，按照国际经验，一旦有敏感经济数据出台，股市应该最敏感地反映出来，今日（7月20日）股市应该下跌或者平稳，而不是放量上涨。这些经济学家都认为，根据国际经验，加息应该导致股市下跌。笔者不知道这些国际经验从何而来，据笔者所知，股市走势与加息并非一定是正相关的关系，不少时候都是相反的。比如，1992年至1995年，美元处在加息周期中，但是，加息之后，股票市场反而一路走高。1994年2月至2000年12月，美国联邦基准利率上升117%，股市却演绎出一波罕见的大牛市，道琼斯指数大涨172%。为什么会出现这种情况呢？因为加息的原因与股市走牛的原因具有一定的重叠性。宏观经济如果快速增长，建立在这一基础之上的股市走牛就在情理之中；而当宏观经济增长过快，就容易引发政府的加息干预。倘若宏观经济保持持续、快速增长，它对股市所造成的正面影响将远远大于加息在微观层面给股市带来的负面影响，股市上涨走牛的整体趋势就将保持下去。因此，股市中“利空出尽是利好”的观点并非是误导，而是一种真实存在的客观规律，这一规律绝非人为制造出来的。近日股市乃是多种因素综合作用的结果。全国人大财经委员会16日至17日举办的第91次全体会议上指出：“要进一步推进资本市场的制度建设，防止股票市场出现大的波动。”而在此之前，股市从5月30日开始，已经连续两次暴跌，不少个股的跌幅超过了40%，有的甚至超过了50%，从点位上来看，不少绩差股的指数仅在2400点左右。一方面，绩差股调整到位；另一方面，绩优股、蓝筹股创了新高，股市的这种分化走势充分说明，股市自身已经对结构性泡沫进行了消化和调整。加之之前国有股的转让管理办法的出台，都被解读为政策面对股市的呵护。同时，由于两次大跌开户数急剧下降造成的资金供应暂时性减少得到了缓解。长城品牌优选基金、泰达荷银市值优选股票型基金获批发行，交银施罗德新基金发行在即，加上获批的创新型基金和拆分基金，7月份由基金形成的增量资金总规模将超过1000亿元。与此同时，保监会也将将投入A股资金比例由5%提高到10%，有望给A股市场带来800亿元的新资金。这些增量资金是股市上涨的重要推动力。尊重市场，才能真正读懂市场，理解市场，那种认为市场应该怎么样或不应该怎么样的观点都是错误的。市场有其自身规律，这种规律并不以人的情感为转移，它也不会受到强加给它的意志的影响。有经济学家认为，中国股市应该是慢牛而不是快牛，建议政府出台政策，规范市场以走出慢牛行情。这是典型的以人为干预左右市场的思维，如果政策能够人为制造出慢牛，那么，过去几年的持续跌势就不会发生，也不用引进什么QFII来激活人气了。事实证明，人为制造出来的市场摆脱不了畸形的命运。市场根据其内在规律走出应有的轨迹，作为一个经济学家，首先应该保持一个客观、公正的立场和严谨、认真的态度去解读市场，拿出理性的有价值的意见为决策层提供参考，否则，就容易偏离市场的本来轨道而走上歧路。

## 新股发行方式改革要与时俱进

◎ 诸葛立早

我国股市一级市场与二级市场的资金失衡，愈来愈引起市场有识之士的忧虑。由头自然是7月12日同一天结束申购的南京银行、宁波银行、蓉超超股、高金食品四个新股，冻结资金高达20129亿元，这个资金总量居然超过了深圳股市的流通市值。如此之大的资金驻守中国股市一级市场，成为中国证券市场的一道奇观。与之相成映照的是，同一天沪深两市共成交1046.46亿元，二级市场资金是一级市场资金的1/20，难怪有人发出了“一级市场资金死，二级市场市场饿死”的感慨。这种失衡，显然是非正常的，而这种非正常现象形成的原因，又是任何一个有基本思维能力的人都能够解析的，因为中国股市的一级市场是全世界独一无二的保赚不赔的市场。说“中国股市已经患上了严重的功能性障碍”，话语虽然尖刻，但很值得我们去琢磨。改变现有的制度设计，恢复市值配售，有人如此建议。我认为，这个建议有一定的道理。市值配售，曾经实行过，后来废止了。据说这是因为市值配售不利于增量资金进入股市，不利于超级大盘股在沪深两市的“登陆”。现在看来，取消了市值配售，不该来的资金还是没有成为二级市场的增量资金。相反，它们永远匍匐在中国证券市场的边缘地带，吮吸着二级市场的新鲜血液。而超级大盘股在沪深两市的“登陆”，现有的市场规模完全绰绰有余；如果恢复市值配售，几千万新老股民将伸出双手欢迎它们“回归”，并把它视为推动中国证券市场健康稳定发展的一大利好。以实践检验真理的标准衡量，当初的废除市值配售，“播下去的是龙种，收上来的却是跳蚤”，不折不扣的“南其辕而北其辙”。

但是，恢复市值配售不过是新股发行方式改革的思路之一。从我国新股发行的历史看，曾经采用过多种方式，从最初的上网推销到后来的认购证摇号，从资金认购到市值配售再到现在的网上、网下申购与认购，各种方式无不与当时特定的市场环境有着一定的联系。在我看来，当前对新股发行方式进行改革，有着进一步加强投资者风险教育的现实意义。“股市有风险，入市须谨慎”，这句话要每一个投资者铭刻在脑海里，需要有令人信服的事实，同时又体现为一体进行的时空意义，亦即是说，这里的风险，不是现在有，过去与将来没有，它体现为无时无刻；还有空间的意义，亦即是说，不是这里有，那里没有，它体现为无处不在。在一个上市资源被垄断的环境下，打新股成了无风险收益，这不利于在投资者中树立风险意识。对新股发行方式进行改革，在我看来，当前还有有效杜绝银行违规资金入市的作用。靠打新股赚取无风险利润，使新股发行市场进入了一个资金为王的零智商理财时代。尽管有所谓“询价”、“路演”的必要程序，但实际的做法却是凭借资金优势就可在一级市场赚取无风险利润。不久前曝光的银行违规资金入市，一级市场就是最鲜美的“处女地”。越来越多的资金集中到打新股行列，不但使证券市场一级市场与二级市场的资金失衡，而且不利于上市公司IPO向真正意义上的市场化发行转化，改变目前的做法，使新股发行方式与时俱进，应该摆上议事日程。

## 房贷压力测试发出两个警示信号

◎ 珑铭

近期，中国银监会发出紧急通知，要求各家国有商业银行、股份制商业银行以及资产规模在500亿元以上的城市商业银行和在海外资人银行，对其房地产贷款展开风险自查。特别提到要进行“房地产贷款业务风险压力测试”，尤其是进行个人住房贷款成数专项压力的测试。笔者认为，“房地产贷款业务风险压力测试”隐含了两个意味深长的信号：其一，管理层对银行系统潜在的风险深为担忧。其二，新一轮真正强有力的调控政策或即将展开。

通常情况下，银行的房地产信贷风险在房价下跌的时候才容易释放出来，而在上涨过程中很难发生。这是由各个方面的因素决定的。首先，在房价上涨过程中，房屋的价值处在增值轨道内，贷款者倘若暂时还不起贷款，他宁肯去找亲朋好友借钱还贷也不愿意违约，当然，此时借钱还贷的难度相应也比较低，逐渐升值的住房本身就是最好的信用担保。其次，在房价上涨过程中，即使贷款者还不了贷款，也无法借到钱，购房者仍然可以通过卖房的方式变现，将盈利部分收入囊中，将还贷压力转嫁出去。

但是，凡事都有一个限度。倘若房价上涨过快，新贷款者将被迫承受更大的压力。以深圳为例，今年1-5月其房价比去年上涨了超过50%，这意味着贷款购房者的负担同时增大，由于各种因素还不起



漫画 刘道伟

贷款的几率也相应增大。事实是最好的证明。7月24日，媒体披露了上海银监局公布的数据：今年上半年，上海市新发生住房开发不良贷款13.25亿元，同比多增8.62亿元，即同比多增86%，其中接近90%的贷款是经过展期到期后再形成不良贷款的。更大的隐忧在于，银行普遍看好下半年乃至未来房地产行业，不但未及时采取行动防范、控制风险反而在进一步扩大风险。比如，针对那些还不了贷款的购房者，银行推出了“宽限还款”业务。所谓的“宽限还款”，按照银行的说法，就是指在一定时间的宽限还款期内，贷款人可以只偿还利息，不偿还本金或者只偿还一部分本金，以保证

现金流的充沛，帮助贷款人实现其他的理财目标。这样看起来似乎两全其美，银行进一步增加了贷款利息收入，遭遇资金困境的人得到了延期还贷的机会。但是，由于本金偿还延迟，贷款人以后需要多支付一定的利息作为“宽限还款”的代价，利息负担进一步增加，为以后的还贷违约埋下隐患。“宽限还款”等于为银行和购房者同时套上一个沉重的枷锁。由于近年来银行在房市贷款中尝尽甜头，他们已经不知道风险为何物。比如，上海某银行推出了分期首付售楼模式，即把首付款也分期支付。如果首付都付不起，这意味着其经济实力难以支撑还

贷的压力，这个简单的道理何以被银行忽略？因为银行要抢占市场，根据他们的一贯印象，抢到客源就意味着利润。可怕之处在于，房地产领域对银行贷款有依赖性的，不仅包括购房者，还包括房地产开发商，尽管有关部门已经对房地产开发商的自有资金作出明确规定，要求房地产商的自有资金必须达到35%才能申请银行操作委托贷款业务，但在逐利的大目标下，在抢夺市场蛋糕的竞争压力下，这一规定很难真正执行。7月21日，有媒体报道说，某银行日前特意给下属行发了一个有关放宽房地产开发商贷款审批的通知，把对房地产开发贷款可以由原审批阶段的四项许可，缩减为三证，之前银监会关于商业银行对未取得四证的项目不得发放任何形式贷款的规定被架空。由于以上原因，银行成为房地产领域最大风险承担者，莫说房价下跌，即使房价停止上涨，房地产相关的信贷风险也会逐渐浮现出来，成为银行的不承受之重。问题是，从目前的情况来看，房价的疯狂对民生的蚕食和对社会稳定的危害越来越大，严厉的房市调控政策出台不过是早晚的事情，银监会要求银行展开“房地产贷款业务风险压力测试”或可视为调控政策即将出台的一个信号，即决策层开始认真评估房价下跌可能给金融系统带来的负面影响。显然，如何面对未来可能到来的风险，银行已不应该再漠然置之了。

■ 上证观察家

## 金融资产结构调整是股市繁荣的长期动力

促使居民愿意把更多的资金投向股市，不仅仅取决于投资观念的变化，也取决于证券市场制度建设的完善程度。因此，尽快建立健全中国证券市场的各项规章制度，特别是把保护投资者利益放在首要的位置，才能使中国的股票市场成为吸引更多投资者源源不断入场的“磁力场”，也才能使广大投资者享受到金融资产结构调整所带来的真正利益。

◎李长安

近段时期以来，尽管国家采取了一系列紧缩性调控手段，最近又出台了提高利率和调低利息税率“双箭齐发”的措施，试图抑制经济发展可能从偏向过热向过热的转变。不过，从实际的情况来看，普通居民对这几项调控措施的反应似乎并不如想象的那么强烈。比如根据各地的相关报道，加息后前来银行办理转存的居民却寥寥无几。虽然加息或者减少利息税等宏观调控措施有一定的滞后效应，但居民的冷静反应却折射出当前我国居民金融资产结构调整过程中可能对宏观经济带来的巨大影响，而这种转变也将给股市的繁荣带来长期的动力。改革开放以前，我国居民金融资产只有储蓄存款和手持现金两种形式。改革开放以后，我国居民的金融资产得到

了飞速的发展。但从居民金融资产的结构来看，长期以来，储蓄“一头独大”的格局始终没有根本性的改变。截至2005年底，在我国居民金融资产构成中，居民存款持有量仍占72%，现金持有量占9.8%，证券持有量占8.6%，保险准备金持有量占8.8%，其他金融资产持有量占0.9%。居民存款和现金所占比例高达81.8%。近两年来，随着居民收入水平的不断提高以及证券市场的高涨，居民理财观念发生了极大的变化，我国居民金融资产结构调整的速度明显加快。其主要特点表现在：一是储蓄存款增长速度减缓。央行的统计数据显示，今年上半年，我国居民存款增加8271亿元，与去年同期相比少增了5938亿元；二是股票和债券在金融资产中所占的比重快速上升。目前，我国沪深股市的总市值已接近18万亿元人民币，已经超过了居

民存款余额，大约占GDP总值的80%，股票资产已成为国民财富和居民个人金融资产的重要组成部分。实际上，中国作为一个经济增长迅速的发展中国家，目前开始的居民金融资产结构调整才刚刚开启序幕，其过程至少要延续半个世纪以上，才会达到相对平稳阶段。一方面，和国外相比，我国居民的金融资产在证券资产方面潜力十分巨大。比如目前全世界股票市场总市值与GDP的平均比例约为92%，美国、英国、日本等股票市场的市值占当地GDP的比例均超过了100%。可见中国的股票市值与GDP的比重尚不及世界平均水平，但这也同时说明我国的股票市场还有很大的发展空间。此外，根据美国投资公司协会的调查数据显示，2006年约有48%的美国家庭持有共同基金，基金持有人达9600万人，约占美国总人口数的1/3。相比之下，我国股

票市场虽然号称开户人数达到了近1亿，但剔除沪深两市、AB两股同时开户的重复数量，实际股民人数不足5000万，再加上持有基金的不到2000万人，全部加起来也仅为全国总人口的大约1/20弱。从宏观经济理论的角度来分析，决定居民金融资产结构变化的主要因素是居民的收入状况。随着居民收入水平的不断提高，居民持有金融资产中的谨慎动机和交易动机就会相对减弱，而投机动机则会不断上升。这主要是源于人们抗风险能力的提高。在我国，改革开放以来，居民的收入水平实现了持续近30年的增长，目前已接近人均GDP2000美元。而在不少中心城市，该数值已经超过了4000美元乃至近万美元，达到中等发达国家的收入水平。在这种情况下，人们的理财意识空前觉醒。而股市的繁荣只是

这种理财意识觉醒的一剂“催化剂”而已。发达国家的经验证明，居民金融资产结构的调整往往伴随着股市的长期走牛。比如美国股指（道琼斯指数）从1932年7月的40多点，一直涨到目前的1万多点，而这期间也正是美国居民金融资产结构发生巨大变化的时期。人们的储蓄偏好一旦发生变化，在宏观经济基本保持稳定的情况下，其趋势将在很长一段时间内不会逆转，因此，储蓄率逐年下降应该会在很长的一段时间内存在。由此可见，随着中国经济的持续增长和居民收入水平的不断提高，居民金融资产的结构调整将是未来经济发展过程中的一种常态，而这种调整也同样会给股市的长期繁荣带来持久的动力源泉。当然，促使居民愿意把更多的资金投向股市，不仅仅取决于投资观念的变化，也取决于证券市场制度建设的完善程度。因此，尽快建立健全中国证券市场的各项规章制度，特别是把保护投资者利益放在首要的位置，才能使中国的股票市场成为吸引更多投资者源源不断入场的“磁力场”，也才能使广大投资者享受到金融资产结构调整所带来的真正利益。