

■财经时评

消费需求对经济增长贡献为何偏低

中国居民过低的消费是由中国独特的经济发展结构所造成的,因此我们不能通过单纯地采取总量调整的政策措施来刺激消费、控制经济增长的速度。为保持中国经济可持续增长,需要进行结构调整和体制改革。

◎ 华民

经济学常识告诉我们,经济增长主要取决于消费和投资,假如再导入政府干预与对外开放,那么经济增长还取决于政府支出和出口。几乎所有的经济学家都认为,假如经济增长中消费贡献度过小,那么这样的经济就是不可持续的。目前中国的情况恰好是,经济增长主要依靠投资和出口,消费贡献偏小,并大大高于国际平均水平。据此,很多人认为中国经济增长是不可持续的,并把居民过低的消费归为中国的国民性,即所谓的节俭偏好。对于这种观点,我们不能认同,中国居民过低的消费并非源于节俭偏好,而是由中国独特的经济发展结构所造成的,对此,我们可通过中国、美国和印度的比较分析来说明。

2005年中国居民消费仅占国民生产总值的38%,而美国则高达70%,印度也要达到61%。中国居民消费支出不仅低于发达工业化的美

国,也低于发展中低收入的印度。但是,中国经济增长却是世界最快的。这样就有两个问题需要加以解释:第一,中国居民消费为何偏低;第二,在居民消费偏低情况下,为何还能出现高速增长。

首先,中国居民消费支出偏低是由经济增长结构造成的。居民消费支出增加需要以收入增加为前提,而收入增加则受制于经济增长的结构。一般而言,在农业、工业和服务业三大产业中,服务业发展对就业和居民收入增加贡献最大。农业对居民收入增加的贡献大小取决于农业生产率,而农业生产率与农村就业人口是负相关的。工业发展对就业和居民收入的影响取决于经济发展的阶段:假如经济发展处在劳动要素驱动时期,那么工业发展是有利于就业和收入增长的;假如经济发展阶段进入资本要素和知识要素驱动时期,那么工业发展虽可增加GDP,但并不一定带来就业和收入增加。最近几年来,中国农业、

工业和服务业占GDP的比重大致为15%、51%和34%;美国为2%、23%和75%;印度为22%、26%和52%。以美、印两国为参照系,中国服务业在GDP中所占比重严重偏低。如果再引入资本形成指标,中、美、印三国增长率分别是45%、18%和23%。把中国如此高的资本形成率与工业在GDP中所占高权重联系起来分析,就不难发现,中国目前正处在由资本要素驱动的工业化中期发展阶段,在这样的发展阶段,资本的收益必定要高于劳动的收益,考虑到资本收益主要是用于再投资的,所以当劳动收益相对偏低时,中国消费偏低和内需不足的现象就不难理解了。

其次,导致中国居民消费支出偏低的另一个重要原因是政府职能转变过慢。政府职能转变过慢就会导致全社会公共品供给不足。因为公共品供给不足,居民就不得不依靠自己的储蓄,通过市场来购买原本应由政府提供的各种公共服务,

比如养老、医疗保健和子女教育等。毫无疑问,这样的储蓄具有强迫性,从而与节俭美德无关。

再则,由于中国金融体系效率过低、滥用居民资产的现象非常严重,所以也会造成居民消费支出下降。根据消费平滑理论,只要当期居民的金融资产被滥用,必定会产生当期居民储蓄增加和消费减少的跨期转换效应,因为当期资产被滥用意味着下期资产及其收益的下降,为了确保下期体面的消费支出,就不得不依靠增加当期储蓄,减少当期消费来加以平滑。

在弄清楚中国消费偏低的原因后,我们还需对中国经济快速增长的原因做出解释。其实,原因非常简单,因为大量外资前来中国投资,这些外来投资基本上是以直接投资方式进入中国市场的,并大都从事加工贸易或者转口贸易性质的生产活动,而这正是造成缺乏内需与有效供给的中国为何会高速增长的原因所在,并且也是在经济高速

增长的同时,总是伴随着挥之不去的高额储备之原因所在。

以上情况表明,中国的经济增长实际上是由一种世界性力量推动的,正因为如此,中国经济增长的所得也就必须由世界分享,就中国外汇储备主要来源是外商直接投资及其贸易所得的结余而言,再也清楚不过地说明了这一点。

在上述这样的经济结构与增长逻辑下,中国是否可以通过单纯地采取总量调整的政策措施来刺激消费、控制经济增长的速度呢?回答当然是否定的,因为中国面临的是发展中的结构问题,而不是简单的总量失衡问题。所以,为保持中国经济可持续增长,中国所需要的是结构调整和体制改革,其中体制改革是结构调整的必要前提。这里的道理很简单:没有体制改革,任何总量调整政策都会因为缺乏有效的传递渠道而失去其政策效用;没有体制改革,任何结构调整都是不可能发生的。

体制改革的核心内容就是确保产权和市场力量在经济发展中的基础性作用,为此就需要限制政府对经济活动的过多干预。

(作者系复旦大学世界经济研究所所长)

■看法

私募基金阳光化是资本市场发展重要环节

◎ 叶檀

“带头大哥777”进入受到法律制裁的阶段,累及与中国股市共风雨的私募基金的地位,因为这位民间另类理财者的罪名之一就是违反了未经国务院证券监督管理机构批准,任何单位和个人不得经营证券业务的铁规。我国估计超过上万亿规模的私募基金显然因此身处陷阱之内。

曾记得今年7月9日,全国人大常委会法工委、国务院法制办负责人答记者问时指出,未经证监会批准,擅自从事的证券投资基金募集和管理,包括证券经纪、财务顾问、证券资产管理,都属于非法金融业务活动。

为维护自身生存机会,不少私募基金经理挺身而出表示对非法律理财咨询的愤恨,而吴晓灵关于中国私募基金基本不存在法律障碍的表态也一再被提及,可惜的是,吴晓灵虽然贵为央行副行长,她的表态并不具有法律效应。事实上,对私募基金表示支持的官员与学者并非只她一人,多数人承认私募基金的市场效率,符合资本市场的发展前景,是中国资本市场能与国外基金抗衡的最专业的理财队伍。但这些都只代表他们自己的意见,不能形成法律法规,私募基金的地位依然处于尴尬之中。2006年的《合伙企业法》只作为私募基金扫除了部分障碍。

已经有上万亿规模、发展出各种形式、已经有十三年发展历史的重要理财形式仍然处于“妾身不明”的状态,这反映出中国资本市场的规则建设严重落后于市场现实的不和谐之处。

如果继续采取“鸵鸟政策”,我们将看到两种结局:一旦市场下挫将出现几何级数的风险扩大,重现1996年前后的混乱状态;一旦市场上涨,一些类似中世纪欧洲“庞氏骗局”的制造者就会利用初级投资者的风险无知与赚钱心热,将私募与非法律理财搅和在一起,或者是理财机构与拥有巨额的精英投资者联手,在资本市场上翻云覆雨。事实上,以目前国际资本市场的环境,以及国内资本市场迅速崛起的现实,我国私募基金已经不可能模仿美国资本市场初期,首先实行完全自我约束的自律行为。揆之以目前的中国资本市场的现实,必须指出,这是一种不负责任的态度。

无论从激励机制、投资模式,还是从投资效率来看,我国私募基金毫无疑问是最贴近市场的一族。他们不存在对某个股票投资额度的限制,也没有排名压力,拥有完善的激励机制,并不以固定管理费为主要收入来源,主要收入来自自累进的管理费提取机制,与客户的收益紧密联系在一起。毫不奇怪,私募基金经理成为收入最高的一族,吸引业绩优异的公募基金纷纷跳槽,目前基金经理离职多如过江之鲫,多数去了私募基金,这再好不过地证明了私募基金在今天的生命力。

市场逐步形成良性循环,以往的业绩与暗箱中存在的业绩排名,成为私募基金经理与客户之间的取信之道。自发的金融创新层出不穷,将业务拓展到私募股权基金等领域已成常态。所以,中国的产业基金发展离不开私募基金的发展。要说中国资本市场的国际化样本,市场化精髓,私募基金当仁不让。

我国资本市场的管理与其他市场一样,存在一管就死、一放就乱的情况,私募基金因其长期在行政视线之外,很难地取得了广阔的生存空间。正因为如此,有关部门更有必要基于发展中国资本市场大局,以市场化的监管手段将私募基金的风险严格限定在达到一定投资额的高收入人群,这是市场化监管与内生市场资源之间取得平衡的一块不可或缺的关键。

要达到这一目的,首先要让私募基金取得合法身份,同时参照在美国、英国、日本等国家已被证明行之有效的办法,严格限制私募的募集发行范围,同时,在税收、信息披露、入股等方面给予一定的豁免,以增加其市场效率。

私募基金是个风向标,我们已经在其中看到了中国资本市场的活力,当然也希望在其中看到灵活的市场化监管。高效的行政与市场结合,才是私募基金发展的坚实基础。希望由“带头大哥777”所引发的私募基金恐慌,不过是一场虚惊而已。

股票市场就应该“赢钱的机器”

◎ 周俊生

每一个投资者进入股市,都渴望着赚钱,这个道理似乎不用多讲。但是,这个简单的道理现在似乎也有了疑问。日前读到央行一位颇有名气的专家的大作,指出股市存在“四大不健康因素”,其中之一是“市场心态越来越不健康,有的投资者把股市当作赢钱的机器”。

股票市场在世界上已经有400年的历史,在中国大陆,即使是从现行的沪深两家证交所的建立算起,也有17年的历史了。在这17年中,中国股票市场有了很大的发展,投资者开户数据已经超过1亿。这么多的投资者进入市场,其目的说得很简单,就是希望通过股市让自己的财富增加。有的投资者实现了这个愿望,更多的还在努力。投资者的这个想法很朴素,也完全合理合法。但是让人没有想到的是,这样的想法在某些学富五车的专家看来,却是一种“不健康”的心态,面对这样随意挥出的“大棒”,真让人不知说什么才好了。

看来,我们必须回到一个原始的话题:我们到底为什么要建立股票市场?当然,翻开17年来我国有关股票市场的“红头文件”,确实没有一条说到股票市场是“赢钱的机器”。在不同的阶段,中国股市承担了很多功能,如为国企解困、增加国家税收等等。但是,这些功能的实现,如果离开了广大投资者的积极参与,就成了空中楼阁。而投资者进入这个市场,从事的是一种投资活动,它同任何经济活动一样,其前提条件都是要产生利润,用通俗的话来说就是“赚钱”。一个上市公司如果不能“赚钱”,会被投资者唾弃;一个证券公司如果不能“赚钱”,只能关门大吉。但是,为什么到了股票市场的投资者那里,“赚钱”居然就成了大逆不道?

按照流行的官方说法,我们是把中国股市建设成为一个能够让投资者分享改革开放成果的市场,这样的市场就是一个让投资者能够“赚钱”的市场。从这个意义上说,股票市场就应该是一个“赢钱的机器”,是一个让国民财富不断增加的机器。因此,把投资者期望从股票市场里“赚钱”的良好愿望视为“心态不健康”,这不仅违反股票市场的基本常识,也不符合我国建立股票市场的根本目的。

其实,中国股市与让投资者“赚钱”这样一个简单的目标还有很大的距离。前几年,由于市场监管的不成熟,为数不少的劣质企业依靠造假手段混进市场,中国股市的质量低下,股市投资成了一个“危险的买卖”,股票市场成了一个让人不堪回首的财富“绞肉机”,这还历史在眼前。即使是在今天,在股指不断走高的今天,由于仍然存在难以根除的不规范现象,普通投资者要想在复杂的市场中掌握到赚钱的机会,仍然不是一件容易的事。上市公司对信息披露的操纵,机构大户的肆意炒作,都对普通投资者的投资安全造成了很大的威胁,使他们的“赚钱”期望常常落空。

当然,股票投资与实业投资不一样,市场不可能保证让每一个投资者都赚钱,关键是我们的市场必须是一个规范的市场,让每一个投资者都能够赢得明白,输得服气。而正是在这一点上,目前的中国股市还有很多需要努力的地方。

“散户时代”说法是对市场曲意误导

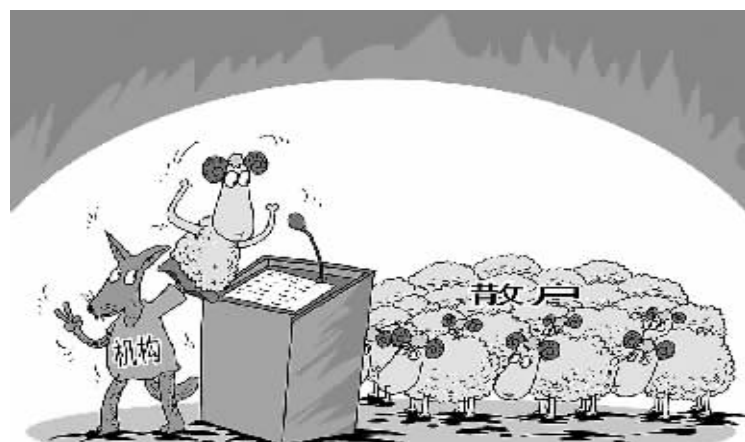
◎ 黄湘源

随着行情的再度推高,股市人气回升,新增开户数又连续数日达到10万以上。对此,有两种解读:一说“再次凸显‘羊群效应’”;一说“‘散户时代’又回来了”。

两种解读说的应该是一回事,不同的是,把“羊群效应”说成“散户时代”分明是一种误读,而且显然是严重的误读。由于两种解读的真实含义有所不同,由此而生成的对于股市发展趋势及相应的对策选择也会有差异不小的影响。

“羊群效应”按其本意其实应该包含两种现象,一是领头羊现象,一是从众现象。两者互为依赖互为联系互为存在和发展的条件。当羊群没有领头羊出现的时候,它们就是一个没有行动目标的散乱的群体。有了领头羊,羊群才有了可以称之为群体力量的凝聚力和战斗力。在这里,起主导作用的无疑是领头羊。当然,反过来也可以说,离开了羊群的跟从,领头羊也就不过是一头孤狼的羊,所谓领头羊的作用也就无从谈起。但没有人会把跟风说成主导,否则,岂不是太荒唐了吗?

资本市场上的“羊群效应”并非中国股市所独有的一种异象,只不过在散户所占比例相对较高而资金和信息却又处在绝对弱势地位的情况下,散户行为更容易受到其他投资者的影响,从而也更容易成为任人宰割的羔羊罢了。在这个意义上,“羊群效应”客观地反映了处在新兴加转轨时期的中国股市



漫画 刘道伟

的不成熟程度,同时也揭示了投资者行为从非理性走向理性的必要性和重要性。

但是,所谓“散户时代”的说法就不同了,不仅没有真实地反映中国股市从新兴到转轨的变化,而且还匪夷所思地把“羊群效应”扭曲为“散户主导行情”。事实上,随着证券投资基金的迅速扩容,社保基金和保险资金的不断提高入市比例、私募基金和保险资金的暗中加油、QFII的即将额度翻番,中国股市目前的机构阵容即还赶不上发达国家的成熟市场,但对行情起主导作用的还是非机构莫属。特别是去年下半年以来,以基金为主的机构携数万亿资金押宝股指期货并挟持股指,近两个季度基金仓位虽然有一些变化,“羊群效应”客观地反映了,相反,除了因应政策调控的变化之

外,新基金新主力的建仓建仓以及老基金老机构的调仓建仓不正是推动“5·30”前后行情调整的内在因素,同时也是近期重拾升势的主要动力。我国股市所出现的这种上升趋势除了反映整体业绩增长的补涨要求之外,同全世界所有发达股市在股指期货推出前的走势几乎毫无二致。而众所周知,未来的股指期货时代才是真正的机构时代。既然如此,一个为股指期货建仓蓄势的行情又怎么可能是散户主导行情呢?

动辄把当前的股市升跌归功于是散户,看起来是高抬了散户,实际上是对散户特别是新开户散户的误导。它误导那些刚尝到了一点甜头的散户特别是新散户过高地估计了自己,误以为牛市里炒股不需要技术,赚钱比什么都容易;它也误导散户特别是新散户错误地

估计了形势,误以为人多势众就可以“乱拳打死老师傅”,创造“散户战胜机构”的奇迹;还误导散户特别是新散户轻信把利空可以当成利好来做的神话,把风险置诸脑后,却把悠悠风险当成儿戏。其实,且不说一个“5·30”就轻而易举地把大多数散户在上半只涨不跌的牛市行情中所赚的钱打回了原处,就是近些日子的高点,也并不意味着多数股民已经扭亏为盈。有调查显示,目前仍有近半的投资者尚未从政策预期所引起的暴跌中解套。不难想象,一旦大的风险真的来临,那些急于利用做空机制大发其股指期货之大财的人,还会来关注那些曾经在误导之下赴汤蹈火奋战风险的散户英雄们吗?就此而言,“捧杀”其实也和“棒杀”并无实质性的区别。

不能不注意到的是,在台上对行情涨跌说三道四的明明并不是散户而是机构,可是,惯于见利就上就的机构却几乎不约而同地来了个见荣就退,把主导行情的名义让给了散户。要说这种不合逻辑的选择只是一种简单的误读是不能理解的。在行情的推进有可能超出政策“三红线”的情况下,摸散户以令政策也许不失为机构与政策博弈的一种手法,机构一方面借散户为自己的筹码增盈,一方面又随时准备抛出散户去当他们的替罪羊。由此看来,越是知书达理的精英越是一致认同对于“散户时代”的误读,谁说这不会是一种什么烟幕呢?

■ 上证观察家

再次“适量微调”防止经济走向过热

◎ 唐震斌

在当前流动性相当充裕、短期内难以改变的情况下,小幅上调存款准备金率不再是一剂“猛药”,仅属于“适量微调”,对市场资金的影响不大。但要注意防范政策累积效应可能带来的影响。

为了加强银行体系流动性管理,抑制货币信贷过快增长,中国人民银行7月30日傍晚宣布,从8月15日起,上调存款类金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点至12%。这是今年我国第六次、去年以来第九次上调存款准备金率,而且距离上次宣布调减利息税和央行加息仅仅间隔10天。因此,最近货币政策出台非常频繁,为中国历史所罕见。这次上调存款准备金率的主要原因:

一是我国经济增长存在由偏快转向过热的风险。刚刚公布的上半年经济金融数据表明,我国经济继续保持高位增长的发展势头,GDP同比增长11.5%,创近12年来的同期新高;上半年全国规模以上工业增加值同比增长18.5%,比上年同期加快0.8个百分点;上半年全国累计实现社会消费品零售总额42044亿元,同比增长15.4%,增幅比1997年以来的新高;上半年累计实现贸易顺差1125.3亿美元,同比上升83.1%,6月末我国外汇储备余额达

13326亿美元,同比增长41.6%;上半年CPI同比上涨3.2%,涨幅比上年同期上升1.9个百分点,6月份CPI更是同比上涨4.4%。种种迹象表明,当前我国经济增长由偏快转为过热的趋势更为明显,实际GDP增长速度已明显超过了短期和中期的计划目标,也偏离了中国经济的长期增长趋势,处于潜在的合理增长区间的上限。

二是市场流动性充裕,货币信贷投放过多。由于经常项目顺差和资本项目顺差居高不下,导致经由外汇占款被动投放的基础货币持续增多,6月份M1、M2、新增贷款增速都明显反弹。6月末,M1同比增长20.92%,增幅比5月末高1.64个百分点;M2同比增长17.06%,增幅比5月末高0.32个百分点;上半年新增贷款2.54万亿元,同比多增3681亿元,创历史同期纪录,尤其

是中长期信贷增速较快。

三是下半年将面临更为严峻的流动性局面。一方面,下半年到期的央行票据达1.48万亿元,将释放较多的市场流动性;另一方面,根据前几年的数据,下半年的顺差均超过上半年,如果不采取有力措施,预计全年贸易顺差在2500亿美元左右,外汇储备仍将大幅增长,迫使央行继续投放大量的基础货币,将加大央行的对冲力度。

7月26日召开的中央政治局会议,在充分肯定成绩的同时,指出要居安思危,增强忧患意识,强调要稳定、完善和落实宏观调控政策,货币政策要稳中适度从紧。因此,在这种背景下继续上调存款准备金率,显得非常必要,而且也很紧迫。

提高存款准备金率可以直接减少商业银行的可用资金,有效约束银行的

信贷扩张能力,控制贷款增速,减少全社会的货币供应量和市场流动性。6月末,我国金融机构人民币各项存款余额为36.94万亿元,存款准备金率上调0.5个百分点,再加上目前4.5倍左右的货币乘数作用,总共将减少8300亿元左右的货币供应,对市场流动性具有一定的冲击。因此,上调法定存款准备金率有助于收紧商业银行的资金流动性,抑制信贷和投资过快增长。

不过,造成我国金融体系流动性泛滥的根源是巨额贸易顺差,以及对人民币升值预期所导致的大量热钱流入,使得央行被动向市场投放了相应的基础货币,再通过货币乘数的扩大效应,造成货币供应量大幅增长。在当前流动性相当充裕、短期内难以改变的情况下,小幅上调存款准备金率不再是一剂“猛

药”,仅属于“适量微调”,对市场资金的影响不大。但要注意防范政策累积效应可能带来的影响。

由于流动性过剩已成为当前我国经济面临的突出问题,下一阶段央行将继续加大调控力度,通过综合运用利率、汇率、准备金率等货币政策工具,加强流动性管理,将流动性控制在与经济增长相适应的水平,压缩信贷规模和投资规模,争取将全年银行贷款增速控制在15%以内,切实防止经济增长由偏快转为过热。

鉴于存款准备金率已升至12%,离历史高点(13%)只有一个百分点,预计年内还将上调存款准备金率,但调整的空间不大。下一步将主要通过发行特别国债、加大公开市场操作力度来回收流动性,同时适度加快人民币升值步伐,将基准利率升至中性水平,不排除再度打出宏观调控组合拳,以便向市场传递紧缩信号,明确市场预期,彰显政府加强宏观调控、防止经济走向过热的决心。

(作者单位:宏源证券)