

■财经时评

长期牛市将推动宏观经济健康运行

股市长期走牛对经济基本面同样存在推动的关系。长期牛市格局有利于宏观经济的健康运行。为了中国经济从目前并不很理想的态势中走出来,为了宏观经济能够在相当长的时期保持积极向上发展,我们需要一个长期走牛的股市。而要实现这个目标,我们必须让多数进入股票市场的民众能够赚到钱。

◎谈儒勇

中国股票市场一再创下新高,使市场对牛市到底能走多远这一问题又成了社会焦点。在探讨股市的未来走势时,许多人习惯于将股市与经济基本面联系起来,认为良好的经济基本面对股市的长期走牛提供有力的支撑。这种说法自然有其道理,但如果我们把它反过来,应该承认,股市长期走牛对经济基本面同样存在推动的关系。长期牛市格局有利于宏观经济的健康运行,或者说长期牛市格局是经济健康的一个前提条件。

我国经济基本面对拉动经济增长的三驾马车看,在两个方面存在着令人忧虑的现象:一是消费与出口、投资相比,增长速度不及后两者。今年上半年,城郊居民人均支配收入在扣除价格因素后,实际增长142%,农民人均现金收入在扣除价

格因素后,实际增长133%;而财政收入同比增长306%,即使考虑价格因素,也是居民收入所不能比的。尽管我们不否认现阶段政府许多职能的发挥需要强大的财力作后盾,但同样不能否认社会主义制度优越性的终极体现是让绝大多数民众能够享受到经济发展的实惠,让他们的收入水平能够得到切实提高,并且让他们产生未来收入将会稳定提高的良性预期。而在笔者看来,只有民众的收入水平提高了,财力才能提高,政府的各项职能才能得到有效发挥,而不是相反。

综上所述,我们可以得到一个维持经济健康运行的前提条件:居民的收入和消费要能持续提高,并且不能低于经济增长的速度。根据收入的来源,可将收入划分为工资收入和工资外收入两大类。由于我国人口众多及劳动力素质普遍低下,劳动力便宜是个不争

事实,这种状况短期内难以改变,决定了在未来一段时期工资收入的提高空间比较有限。因此,提高居民的收入和消费水平,确保经济的持续增长,就需要在工资外收入上做文章。工资外收入主要包括股票基金等投资收入、房产投资收入等。考虑到我国国情,对于房产及各类专业性很强的资产的投资,不适宜一般民众去从事,因为他们要么需要较复杂的专业知识,要么进入门槛很高,要么受到政府的管制。反观股票投资,则没有诸如此类的局限,因而较适宜一般民众去从事。

股市的财富效应近两年得到了充分的发挥。与前些年相比,近两年无论是居民的收入还是居民的消费都有了大幅提高。国家统计局前不久在分析今年上半年经济运行时认为“城乡居民收入出现了多年少有的快速增长态势”、“社会消费品零

售总额……增幅为1997年以来的新高”等措词,就充分表明了这一点。可以肯定地说,这种喜人的局面与股市的火爆不无关系。

中国有句俗语,“东方不亮西方亮”。在工资增速有限且物价上涨得不到很好控制的不利局面下,由于从股市上赚到了钱,可以保证消费者信心指数一路攀升:今年二季度消费者信心指数为96.8,比一季度高出1.0;6月份消费者信心指数更是创下了18个月新高,达到97.5。消费者信心指数的上升与股市指数的上升基本上是同步的,股市财富效应的显现使消费趋向于活跃,而消费的强劲增长则进一步推动宏观经济的向上运行。

因此,为了中国经济从目前并不很理想的态势中走出来,为了中国宏观经济能够在相当长的时期保持积极向上发展,我们需要一个长期走牛的股市。而要实现这个目标,我们必须积极推动股票市场向规范、公正的方向发展,让投资者对市场的未来收益有一个相对稳定的预期,让多数进入股票市场的民众能够赚到钱。唯有如此,我国的经济增长才能转变到主要靠消费拉动的轨道上,经济发展的果实才能惠及更广泛的群体。

■看法

资本市场有效扩张可配置过剩流动性

◎梁福涛

在当前经济和制度背景下,只要国际收支顺差没有根本改变,中国外汇储备持续扩大就必然导致过剩流动性持续多增。存款准备金率上调、央行票据发行、成立国家外汇投资公司积极管理外储等方法,无论是从短期和长期来看,均只能是在一定程度上缓解过剩的流动性。显然,短期内疏导过剩货币流动性的重要出路还是在于有效发展资本市场。

货币流动性过剩表面上看是一种货币或者储蓄相对于需求的过剩,但实质上是货币资本不能有效疏配置而导致的结果。在完善的经济金融体系中,过剩的货币流动性可以通过各种市场的有效运行来疏配置。这些市场可以是商品市场、地产等资产市场,也可以是资本证券市场。在当前中国经济持续快速增长的背景下,过剩流动性大量流入商品市场最终必然导致一般性的通胀,过度流入地产市场则可能引致房价暴涨。然而,中国的资本市场发育远未成熟,成长的空间十分巨大,加快发展扩大资本证券市场显然是疏导过剩货币流动性一个很好的出路。

2006年1月以来股票市值扩大了5倍,保证金存量增长了330%,与此同时居民储蓄存款增长也在持续快速下降,储蓄余额增长由2006年1月的21%下降到2007年6月的9.4%。这显示股票等资本市场扩张吸纳过剩流动性的能力十分巨大。

在重工业化趋势和消费温和回升带动下,中国经济高速增长短期内有望持续,预计2010年前经济有望维持在9%以上的增长速度。中国正处在由制造大国走向金融大国的重要时期。人均财富不断上升,居民财富资产重构加速,居民金融投资需求不断上升,中国开始全面步入金融投资社会;外储及流动性过剩压力将大大促进金融深化。这些都为未来中国资本市场扩张提供了很好的基础条件,潜力十分巨大。

然而,要想真正实现资本市场有效扩张关键还在于完善市场制度、增加产品供给。市场制度完善保证了市场发展的可持续性,是市场发展的基础;增加产品供给使得市场不断有效吸纳过剩流动性的同时,降低了市场出现泡沫的风险,保持市场稳定。

全流通的实现,已为股票市场市场化扫除了重要障碍。为进一步促进股票市场健康发展,接下来我们还应进一步完善发行制度(从核准制过渡到注册制)、并购制度(市场化并购)、做空机制(期权、期货、融资融券)等。在增加供给方面,首先,应积极推动国资委体制改革深化下的整体上市。这将彻底解决中国股市过去在国企改革过程中遗留的国有独资集团控制下的母子公司体制问题,也将为股市带来充足的优质上市资源。其次,除了鼓励优质企业加快上市,有好投资项目企业增发、优良的海外上市企业回归等,我们还应当积极推出完善包括创业板在内的不同层次的资本市场,甚至更远的将来我们还可以对外开放资本市场,鼓励海外企业来上市。在以上各项制度改革得到逐步推进的情况下,我们预计到2010年中国经济(股票)证券化率有望进一步提高到100%,股票市值有望达到2006年底市值的3.5倍。

资本市场不仅包括股票市场,还包括各类债券市场。相对于股票市场,中国各类债券市场尤其是企业债市场更有巨大的发展空间。截至2006年底中国国债占GDP的比重仅为1.4%,企业债(不含金融债)占比更是仅2%,这一水平远低于美日欧等发达国家。此外,从资本市场均衡发展出发,当前资本市场发展中也应大力发展债券市场,尤其是大力发展企业债市场,这个重要性在某种意义上或高于推出金融衍生品。为发展各类债券市场,首先,我们应当完善各项债券管理制度,尤其是企业债管理制度,包括尽快推出完善公司债券管理条例,推动企业公司债券发行体制由审批制改为备案、核准制,逐步实施不再强制要求发行企业提供银行担保等制度。其次,我们应当不断增加各类债券供给,丰富债券市场的产品线。未来,在完善国债余额管理制度的情况下,预计国债将继续稳步发展,2010年国债余额规模有望在2006年底的基础上增加近60%;过剩流动性继续快增的背景下,对冲货币流动性的央行票据或者特别国债将继续存在,预计2010年余额规模有望在2006年底的基础上增加50%。

股市持续走牛要有先决条件

◎倪小林

中国经济将保持二三十年的持续高速增长,是国内外著名经济学家的判断,理由也是基于一个普遍的真理,新兴经济体的机遇与发展冲动和激情,必然演绎出财富不断迅速积累的历史过程。此时,中国股市走牛引来全球众多议论,实属情理之中的事情。

针对这种情况,陈武教授说,我们只是在遵循经济发展的普遍规律,“中国经济改革在具体做法上与其他国家有差异,但是,基本原理与基本走向都是相同的,中国经济快速增长没有秘密”。全球任何一个经济体只要拉开金融化和资本化进程的大幕,经济增长驶入快车道是阻挡不了的趋势,中外经济界人士都认为中国经济正在这一进程之中。

根据北京大学教授林毅夫先生的研究,中国经济能够持续高速增长的时间将保持二三十年,而这一过程正好是中国金融化和资本化过程最为活跃的阶段。这一阶段的核心资源部分,也就是土地、资产的资本化过程,表现为房地产热、股票热以及伴生的金融活跃,还有外资产的大量进入。”相对股市来说真正走入这个过程,很大程度上是基于资本市场深化改革,股权分置状态基本结束,公众股东才可能在市场公平的条件下载有资本利得。

不过,我们也不能忽略资本化过程的复杂性和艰巨性,因为资本的“文明性”和“野蛮性”是共存的。比如,日本金融危机的爆发原因经济界有各种分析模型,但是,无论如何也不可忽视当时日本社会的环境因素,日本企业特殊的结构,公司治理与市场化的差距等多种因素。裙带关系盛行,腐败与内部人问题都是日本经济出现问题的导火索。当时历经金融危机的拉美经济,同样也严重存在制度与法律方面的缺陷。正因为资本化过程中资源逐利的目的性比任何时候都强烈,我们同样面临必须深化改革的诸多方面。

譬如:最近市场统计显示,在股权分置改革的时候,不少大股东承诺要注资上市公司,迄今没有兑现;譬如:公司重组消息经常不胫而走,成为市场预演拉升股价的题材,被庄家利用;又譬如:一些地方政府深度干预经济,上市资源在国有民营上亲疏有别,一些歇歇待哺的企业上市融资困难重重;还譬如:公司治理与政府出资人的权利约束;以及,在大重组走向活跃之时,出现产业集群集中度增加与“垄断”界限忽明忽暗,可能损害公众利益的问题,等等。

这些问题的关系到公司信用,有的关系到市场公平,有的关系到政府自身的改革。其中有一个我们不能忽视之处,就是在资本化过程中,对于投资者尤其是中小投资者权利的尊重。这些问题在某种程度上都与我国资本化过程能否真正按照改革的愿望和目标发展有直接关系。因此,改革那些不利于经济健康发展的部分,建立适应金融化和资本化过程的制度和法律框架,一定是市场持续向好的先决条件。

从重处理乱涨价应从典型案例入手

◎吕青

8月6日,国家发改委要求各地把开展食品价格及相关收费专项检查作为当前的一项重要政治任务,严肃查处价格串通、哄抬价格、价格欺诈等三类不正当价格行为。强调对查出来的乱涨价案件,一经核实,要依法从快从重处理,绝不违法者在经济上得到好处。

串通涨价行为不仅扭曲市场经济本身的运行规律,也损害民生,而要确保物价的平稳,最有效的做法是从典型案例入手,严格执法,以起到杀一儆百的震慑力。

目前,最典型的串通涨价事件莫过于一些行业协会主导的集体涨价行动,这种情况又分为两种,一种是竞争不充分、带有垄断性质的商品或服务。另一种是竞争比较充分、价格主要由市场调节的商品或服务。国家有关部门在查处这两种情况的时候,也应区别对待。

先说前者,不妨以机票变相涨价为例。据报道,从8月6日起,国航、东航、上航、南航、海航五家航空公司联合推出了“京沪空中快线”,它们在为民众提供方便的同时也抬高了价格——本周从北京首都机场飞往上海虹桥机场的机票价格普遍在之前5折基础上上调了1-3折,而从上海虹桥飞往北京首都机场的机票则几乎无折扣可售。此举被法学专家指责为涉嫌违反价格法的相关规定。《中华人民共和国价格法》明确规定,经营者不得有“相互串通,操纵市场价格,



损害其他经营者或者消费者的合法权益”等不正当行为。

问题在于,这种被指为联合涨价的行为过去鲜有受到惩处的,所谓的处理往往只打雷不下雨,涨价最终也基本上都成了既成事实。倘若这种情况不改变,联合涨价的行为就可能泛滥成灾。机票涨价有其特殊性,因为航空公司上面有民航总局,而对于机票提价这种事情,民航总局早就推脱得干干净净了,“航空公司的提价申请并不会给民航总局,而任何价格的审批都由国家发改委决定”。

根据我国《价格法》的规定,国家执法部门可以采取的惩处措施是:“责令改正,没收违法所得,可以并处违法所得五倍以下的罚款;没

有违法所得的,可以处以罚款;情节严重的,责令停业整顿。”责令航空公司“停业整顿”的可能性不大,因为这牵涉到运输动脉的中断。对于罚款又有两种选择:一是没收所得并罚款,但听任涨价成为既成事实。二是没收所得并罚款,同时责令涨价行为无效,重新恢复原来的价格标准。问题是,发改委当着民航总局的面,能够坦然严惩航空公司吗?事实上,在航空公司涉嫌联合涨价的报道出来后,民航总局就立即站出来为其辩解。航空公司减少折扣行为到底是不是搞“价格联盟”,有待有关部门调查、确认和处理。

竞争充分领域的集体涨价行为,以方便面的涨价最为典型。由于原材料成本上升,方便面协会先后

主导了两次涨价。第一次是在今年6月,措施是“瘦身”涨价,即“减量不加价”,在价格不变的情况下悄悄减少净含量,其实是一种变相涨价行为。这种做法由于提前未予以说明,涉嫌侵犯消费者应该享有的“知情权”,违犯了《消费者权益保护法》第十九条规定的经营者应当向消费者提供真实信息的义务,甚至有误导和欺骗消费者之嫌。

然而,有关方面对这种做法的合法与否置之不理。终于引发了第二次涨价。今年7月,世界方便面协会中国分会宣布,从7月26日起,以华龙、白象等为首的中低价方便面将整体涨价,平均涨幅20%,最高达40%。这种串通一气,大幅提价的行为,引起法学界和消费者的强烈质疑,同时也把发改委等价格主管部门送到了风浪尖上,最关键的一个问题是,对行业协会主导的集体涨价行为的合法性如何确认?

当然,两种情况相比,真正棘手的还属于前者。因为在竞争充分的领域,市场的调节作用还能够发挥一定的调节作用。以方便面为例,就在方便行业协会宣布集体涨价的同时,一些超市打出了促销牌,这种促销行为本身就流露出相关企业对替代食品的担忧,而垄断行业则毫不忌惮这一点。

机票涨价与方便面涨价是目前市场中两个最引人瞩目的焦点,对它的处理结果意义重大。有关部门应从这些典型案例着手,严惩不贷,以儆效尤,否则,乱涨价的行为就很难得到有效遏制。

■上证观察家

加快资本市场开放 有效缓解宏观调控压力

◎徐明棋

当前我国整体经济发展形势良好,经济增长动力强劲,消费增长喜人,通货膨胀在可控范围之内。但是,经济过热的迹象也十分明显,这与国际收支的顺差急速增长,外汇储备增加势头过快有着十分密切的关系。顺差加大主要带来了三方面的不利影响:其一是使人民币升值的压力加大;其二是引起国内流动性过剩;其三是金融资产泡沫不断积聚,风险不断积累。目前,如何将外汇储备超常增长的压力降下来已成为宏观调控的难题之一。以笔者之见,唯一有效的,对我国经济又不会带来重大冲击的措施就是通过资本账户的开放,将一部分资金导入世界金融体系。对于加快人民币升值速度和幅度的建议,笔者认为不可盲目实施。因为,人民币升值对中国出口的影响已经逐步显现,国内一些出口企业已经开始逐步调低价格的调整,加上出口退税政策调整的影响,真正源于中国企业的出口可能会在下一个阶段减少。如果大幅度提高人民币升值幅度又未能改变人民币升值预期的话,很可能不仅不能减少顺差,而且还会影响真正的出口,并使我们面临

目前,如何将外汇储备超常增长的压力降下来已成为宏观调控的难题之一。以笔者之见,唯一有效的,对我国经济又不会带来重大冲击的措施就是通过资本账户的开放,将一部分资金导入世界金融体系。

也要面临,而且人民币汇率的升值也会导致人民币与外汇储备比例又会发生变化。我们必须顺应新的形势,不失时机地调整。外汇储备的急速增加和人民币升值的预期使得我们可以逐渐放松以资本流出管制为主要内容的资本账户管理,不至于因管理放松之后引起大量的资本流出。

第二,东亚金融危机10年之后,整个东亚的经济与金融形势发生了巨大的变化。东亚和我们中国所面临的主要风险已经变成了资金流入过多、流动性过剩、资产泡沫膨胀、潜在的银行坏账在积累所构成的复合性风险。如果未来发生金融危机,引发的导火索和受冲击的主要对象将不是货币的汇率,而主要是金融机构,尤其是银行的资金链在泡沫破灭后发生断裂。今天,绝大多数的银行都不再是原来意义上的国有银行,它们是有国外银行参股的上市公司,中央银行的解救将面临所有制和市场意义上

的障碍,而且,如果发生资金周转不灵的情况,必然会波及股市,从而加剧整个金融业的冲击,经济萧条将难以避免。因此,防范金融风险的最有效措施已经不再是资本账户的严格管理,而是金融机构的经营风险控制和提升它们的经营活力和效率。

第三,在经济全球化和金融市场一体化不断发展的大背景下,单个国家的金融管制措施面临着成本不断增加,效率不断递减的风险。事实已经证明,大量的境外投机资本正通过非资本账户进入我国,假出口、高报出口价格等现象在各地存在。我国证券市场上外国机构的境内子公司或代理人可以合法地参与证券的买卖;而境内试图外逃的资本也几乎不存在真正的障碍。

为此,笔者建议国家有关部门采取以下措施,加快我国资本市场的开放步伐,配合当前的宏观调控措施,使国内的金融风险得到化解:

一、让外国大型企业到国内证券交易所上市,这不仅有利于提升国内证券市场的国际地位,而且还可以有效地改善上市公司的整体质量,为国内证券市场的长远发展奠定基础。同时,也可以缓解国内外外汇资金过多的压力。

二、扩大外国主体到国内资本市场发行美元及人民币债券的渠道,增加发行额。这不仅可以提高我国金融市场的国际化程度,而且可以有效地改善我国资本市场的结构,降低结构风险。

三、适当开放国内居民的海外证券投资,让一部分居民的财富以外国资产的形式保有,对整个国家而言,这可以达到财富和金融资产组合的目的。因此,可以考虑在浦东先试行合资或外国证券公司从事海外证券投资中介业务。

四、为预防资本市场开放后资金迅速流出的风险,可以实行单个投资主体购汇的额度控制,而且可以要求购汇人民币资金必须在银行存一年以上等。这些控制措施可以根据国际收支状况及国家外汇储备增减的需要进行调节,从而降低羊群效应的冲击,避免危机的发生。

(作者为上海社科院世界经济研究所副所长)