

■财经时评

为什么说5000点股市比1000点更健康

与两年前的1000点相比,5000点的中国股市更为健康、更加充满活力,更值得整个市场期待、整个世界关注。之所以这样说,主要基于八个方面的基本判断。

◎韩志国

经过千辛万苦的市场探索和变幻莫测的环境演化,上证指数终于走近了5000点地标。与2005年6月6日的998点相比,5000点是一个具有里程碑意义的点,是中国股市走向更强、更值得整个市场期待、整个世界关注。我们之所以这样说,主要基于八个方面的基本判断。

1、1000点的股市是一个全面边缘化的市场,5000点的股市则已经成为中国经济发展的主战场。在制度变形与制度走偏的双重作用下,中国股市曾经饱受股权分置的磨难。市场发展呈边缘化趋势、监管主体呈边缘化趋势、投资者利益也呈边缘化趋势。中国在摒弃计划经济的同时却建立了一个行政色彩极为浓烈的股市,股市运行与股市发展都在一种近乎畸形的状态下运行。而现在,5000点

的股市则开始矫正因股权分置而导致的中国股市的制度走偏,中国股市不但正式登上了大雅之堂,而且已经成为中国经济做大做强并从大国经济走向强国经济的主战场。

2、1000点的股市是一个与国民经济背道而驰的市场,5000点的股市则是与国民经济成长息息相关并相得益彰的市场。由于股市本身的内在缺陷,中国股市在大熊市下的“晴雨表”功能可以说是丧失殆尽,在2001年至2005年,中国的国内生产总值增长了将近100%,而股市却跌价而下,实际跌幅达80%。在2005年6月中国股市1000点时,沪深两市的总市值才3万多亿元,仅占当年国内生产总值的16.8%;而当中国股市接近5000点时,沪深两市的总市值已经达到218984亿元,并已超过上年的国内生产总值。这表明中国股市的承接能力与容纳能力已经大大增强,5000点的中国股市在填平了因与国民经济背离的制度洼地与市场洼地后,开始真实地反映国民经济的整体走势,股市的“晴雨表”功能在逐步得到恢复。

3、1000点的股市是一个负财富

效应市场,而5000点的股市则开始呈现出正财富效应。大熊市的最主要特点是摧毁国民财富并毁灭市场热情,大牛市的最主要功能是呈现正财富效应并使整个市场形成巨大的财富平台进而激发整个社会的财富热情。而这一轮牛市带给中国与中国经济的不仅是财富全面增长,同时还有经济体制的根本置换,是中国新体制与新资源配置机制的全面形成和良性运转的新起点。

4、1000点的股市是一个主要发挥“圈钱”功能的股市,5000点的股市则是全面转向资源配置并形成上市公司业绩大幅提升的市场。股权分置改革的成功解决了大股东与中小股东利益完全相悖的格局,中国股市在发展中第一次出现了各类股东利益趋于一致的价值取向。逐利功能的逐步恢复、竞争机制的逐步导入、资源配置向融合、组合向整合的逐步演进,都使中国股市开始真正恢复其资本的本性。2007年中期,在上年上市公司业绩大增46.8%的基础上又进一步实现爆发式上涨,上市公司业绩的大幅提升,表明中国股市的资源配

置功能正在逐步发挥,市场也在持续上涨的过程中日益走向良性循环。

5、1000点的股市是一个没有市场愿景的市场,5000点的股市则是一个市场预期与发展预期都逐步走向明朗的市场。中国股市的旧日市场中存在着扰乱市场预期的重要因素,在这种状态下的市场就不可避免地会成为一个难有明天的市场。新市场的最主要特点是制度因素从深不可测的最大变量转化为可以预测、可以把握的稳定常量,进而为市场发展与市场投资创造了一个可预期也能预期基本制度环境与客观发展条件。

6、1000点的股市是一个外生变量主导的“政策市”,5000点的股市则成为内生变量主导市场趋势与市场方向的市场。“政策市”下的股市运行唯股市政策的马首是瞻,政策的突然性、随意性与巨额游资的叠加效应往往使股市时而狂涨、时而暴跌。这一轮牛市的进程虽然也遭受了“5·30”一类的政策强力干预,但政策所能改变的只不过是牛市的运行进程与节奏,而不是牛市的运行方向与趋势,市场的力量与资本的力量开始显示出对抗行政力量的巨大能力、强力与张力,在中国股市中由政策一手遮天的时代已经一去不复返。

7、1000点的股市是一个散户主导的市场,5000点的股市则成为机构

段仍然是一支不可忽视的力量,但随着中国股市制度创新的推进和机构投资者队伍的壮大,中国股市正在日益成为机构投资者的舞台,机构在引领市场投资理念与市场发展趋势方面正发挥着越来越大的作用和影响。在这个过程中,市场运行会不断地走向成熟,整个市场的素质与品质也将有这样的循环推动中得到升华与提升。

8、1000点的股市是一个齐涨齐跌的“鸡犬升天”的市场,5000点的股市则是一个崇尚绩优的大蓝筹时代。成长性不仅正在成为中国股市的发展主题,而且也正日益成为整个市场价值发现与价值发掘的主要线索。市场进入崇尚绩优时代,将会进一步加快整个市场的优胜劣汰进程,这也会反过来推动中国股市进入资源全面整合的跨越时代。

与1000点的股市相比,5000点的股市面临的挑战是市盈率在逐步走高,但中国股市是一个正在成长中的市场,不但要有一个与成熟股市完全不同的衡量标准,而且中国股市自身的成长也在不断地创造着大幅降低市盈率的内在能量。就沪深两市现实状况来说,动态市盈率还只不到38倍,这对处于一个全世界发展最快并且连续28年高速成长的经济体中的股市来说,并不是什么过高的市盈率,也谈不上什么泡沫过大,不值得大惊小怪也更没必要惊慌失措。

廉租房建设应主要依靠财政资金

◎时寒冰

廉租房政策从上世纪90年代就制定了出来,它之所以被架空长达十年,一个很重要的原因在于没有对资金出处作出明确规定。国务院日前下发的24号文弥补了这一缺陷,对廉租房的建设资金来源作出了具体规定:一是地方财政预算拨款;二是10%以上的土地出让净收益;三是住房公积金全部增值收益;四是中央对中西部地区的预算内投资补助和廉租房保障专项补助。

但是,对于中央和地方财政应该拿出多少资金仍没有明确。根据估算,政府即使只把廉租房保障范围限定在最低水平,平均每年需要的投入也在500亿元以上。如此大的资金投入如果没有明确的规定,很难想象地方政府能主动承担。过去廉租房政策的悬空已经充分说明了这一点。截至2006年4月,全国尚有70个地级以上城市没有往廉租房建设方面投入一分钱。

国务院24号文最大的一个亮点在于,明确规定地方政府需拿出土地出让金的10%以上用于廉租房建设。根据北京大学中国经济研究中心教授平新乔的调研,2006年全国土地出让收入保守估计超过一万亿元。如果10%的资金用于廉租房建设就是1000亿元,满足最低范围的廉租房建设资金问题就有了着落。从我国有关部门的统计来计算,2006年全国土地出让金收入为7000亿元,拿出10%就是700亿元,也可满足需求。

这样看来,廉租房的资金落实不会成大问题。问题是,在24号文之前,国务院也曾规定,将土地出让金净收益的5%左右用于廉租房建设,但这项政策基本没有被执行,2006年用于廉租房建设的土地出让金收入只有3亿元!甚至连住房公积金增值收益都没有完全用于廉租房建设。2006年,全国住房公积金增值收益计提100亿元左右,实际用于廉租房建设的只有20亿元!公积金增值收益本来只是廉租房建设资金的补充却成了主力,财政投入本来应是主力却成了点缀。

事实上,公积金增值收益用于廉租房建设本身就受到强烈质疑。因为公积金属于私人性质的资金,是企业、单位职工缴存的长期住房储金,专项用于住房消费支出,其增值收益应该由公积金缴存者共同分享,而不应被挪作他用,哪怕是建设带有公共福利性质的廉租房。这既对私人利益构成了损害,在某种程度上也削弱了政府公共资源配置的效率。

建设社会保障性住房是政府的固有责任,其资金来源应该是财政大头,对廉租房建设起着最终的保证作用,其他资金来源渠道只能唱配角,至于饱受争议的住房公积金增值部分应该退出廉租房建设筹资范畴。所以,今后在出台细则时,应进一步明晰和强调财政在廉租房建设中的主导责任,让地方政府充分认识到自己在社会保障性住房中的责任,认真履行,而不是再次通过其他渠道转嫁责任,导致廉租房政策悬空。

要防止跨国公司环境污染转嫁

◎周迪

从第一份环保违规名单的33家跨国企业,到8月15日的90家,再到8月21日超过100家,越来越多的跨国公司出现环保违规。公众与环境研究中心公布的这份污染企业名单,不仅有著名的百事、惠尔普、博世等世界500强企业,也有公众熟悉的日清、花王、嘉仕伯等品牌。

有的著名跨国公司在上榜后,不仅不对公众做出正式的解释,也不对其子公司同样因环境违规被要求整改的情况作出说明。典型的如百事可乐,在上次被曝光后,违规名单中这次又增加了两家子公司。这从一个侧面说明,在制约机制不健全、惩戒机制疲软的情况下,即使最著名的跨国公司也在利益的驱动下,也会置环境于不顾,置基本的社会责任于不顾。

当多达100家跨国公司登上违规名单且今后仍将不断有新的跨国公司登上违规名单时,我们就不得不将对跨国公司污染转嫁的现象予以重视。

跨国公司对其投资国环境的污染并非偶然,很可能是一种不动声色的出于主观意愿的行动。环保研究专家用无可辩驳的事实证明:转移环境污染是一些国家的跨国公司进行对外直接投资的重要动机之一。一些发



达资本主义国家严格限制企业在国内从事易造成污染的产品生产,从而促使企业通过对外直接投资,将污染产业向国外转移。因此,在发达国家对外直接投资中,高污染行业所占比重非常高。

跨国公司这样做不仅仅出于单纯的环境因素的考虑,也与发达国家产业结构和产品结构的调整密切相关。资源的紧缺将是未来全球性的难题,一些发达国家多年前就已开始未雨绸缪,大力发展高科技、高附加值的新兴产业,而把那些高能耗、高物耗、高污染、劳动密集型的

夕阳产业转移到发展中国家。这样既可以充分利用其所投资国的廉价劳动力,也可以廉价获得发展中国家的资源,而廉价资源开发使用的过程,同时也是环境破坏的过程。

由此就导致了强者恒强、弱者愈弱的状况。发达国家在廉价使用发展中国家资源的同时,也节省了大笔昂贵的环境治理费用,而发展中国家资源日渐枯竭,一旦资源满足不了需求,将来不仅有可能以更高的价格去其他国家购买,而且,不得不为环境恶化付出沉重的经济代价和健康代价。双重损失意味着发

展中国家将为自己未来的崛起之路埋下巨大隐患。

全球化融合步伐加快为发达国家实现污染转嫁提供了良好的条件。为了促进本国经济发展,一些发展中国家在环境保护和治理方面放宽条件,其思路是先发展后治理,但是,环境的急剧恶化表明,这条路根本是走不通的,因为它从中获取的收益远不足以填补治理环境所需费用。至于因环境污染导致的生态恶化,对人的健康构成的伤害,更是难以估量。

从跨国公司环境污染转嫁的角度来看,100家跨国公司被我国环保部门列入违规名单是一种非常危险的警示信号。但是,目前许多地方政府对这一问题的危害性认识不足,一些官员出于个人政绩的考虑,对GDP的重视程度远远超过对环境状况的关注。这使环境执法工作寸步难行,原本就力度不足的处理措施也难以落到跨国公司身上。对于地方政府的这一软肋,跨国公司心知肚明,这是他们在中国置环境因素于不顾,刻意转嫁污染、降低成本,追求企业利益最大化的重要原因。

面对跨国公司的环境污染转嫁,如果不尽快采取针对性措施,任其状况持续下去,我们这一国际瞩目的世界工厂,有可能成为跨国公司集中转嫁环境污染成本的集中之地。

■上证观察家

外汇储备积极管理首选方案应该是资源储备

外汇储备积极管理的目标应该是在确保收益性的同时满足国家的竞争战略目标。建立资源储备既能满足外汇储备的性质,同时又服务于我国打造世界制造业强国的竞争战略,所以运用外汇储备建立资源储备应成为我国外汇储备积极管理的首选方案。

◎常清

目前,对我国外汇储备运用方式存在各种论调,但大多都忽视了外汇储备的性质和国际上外汇储备积极管理的性质。国际上对外汇储备积极管理都是在确保外汇储备基本性质的同时强调满足国家的特定战略目标。外汇储备作为央行的资产只能改变其形态,不能改变其性质,因此外汇储备积极管理的目标应该是在确保收益性的同时满足国家的竞争战略目标。建立资源储备既能满足外汇储备的性质,同时又服务于我国打造世界制造业强国的竞争战略,所以运用外汇储备建立资源储备应成为我国外汇储备积极管理的首选方案。

随着时间的发展和理论认识的深化,我们可以看出建立资源储备和外汇储备的性质并不相悖,资源储备满足外汇储备的央行资产性质,不但能够确保外汇储备积极管理所要求的收益性,同时还由于其变现性较强而具备流动性特

征。此外,资源储备提前支付的本质的使外汇储备的支付功能也得到部分满足。

首先,资源储备具有流动性特征。外汇储备管理当中首要的就是应该满足其流动性,这也是外汇储备作为央行资产最为核心的性质。一旦国际收支出现逆转或货币当局需要动用大量外汇干预市场时,外汇储备的不同形态可以迅速进行转换。虽然外汇储备积极管理主要强调收益性,但就国际经验来看,积极管理部分外汇储备也应当具备一定的流动性。传统上认为资源储备流动性较低,但随着金融工具的不断创新以及大宗商品市场的迅猛发展,资源储备的流动性也在增加。当前各种金融工具的创新使得原来不具备流动性的产品也拥有了较强的流动性,这就意味着建立资源储备并不必然会减弱外汇储备的流动性。国际市场大宗商品的变现能力越来越高,通过期货市场可以使资源储备尽快转换为外汇资金,所以建立资源储备在某种意义上依然满足

外汇储备的流动性特征。

以伦敦金属交易所为例,在交易所成立伊始,只交易铜和锡。但到2000年4月,在铜、铝、镍、铅、锡六个交易商品的基础上,还创立了LMEX——伦敦金属交易所期货指数,年交易额达到了2万多亿美元。世界上大部分的重要矿业公司和金属生产商、商业和投资银行,以及许多与金属贸易相关的公司和制造厂商都是伦敦金属交易所的会员。交易品种的丰富、交易参与者的广泛以及交易的活跃使得资源商品的流动性越来越强,其很容易在国际市场上变现。这就保证了外汇储备所要求的流动性和安全性的特征,同时这也是将外汇储备投入其他形式所不能比拟的。

其次,建立资源储备可保障收益性。建立资源储备同样会带来不菲的收益。就拿石油来说,原油价格从1998年的每桶7美元起步,到2004年6月1日飙升至42.45美元,2005年8月12日突破65美元,13日以66.6美元报

收。如果我们在石油价格的低价位购入足够储备的话,那么现在的收益是相当可观的。2006年年底以来,国际原油价格进入下跌通道,这也应该是我们把握时机主动出击的时候了,机会掌握得当的话,可以在低价位购进,而等到原油价格再次上涨时我们就会掌握主动权。因此,通过对资源储备的良好运作,获得较高的收益是不成问题的,这也是外汇储备的性质要求和积极管理所要求达到的基本目标之一。

最后,建立资源储备的实质是提前支付。从我国进口结构来看,能源原材料占有重要比例,并且对能源原材料的需求还在逐年增加。外汇储备的一个重要功能就是支付功能,我们建立资源储备实际上相当于对能源原材料这部分进口的提前支付。因此,运用外汇储备建立资源储备除满足流动性、收益性和战略性外,还能部分承担外汇储备的支付功能,这就为我们将外汇储备积极管理方式锁定在建立资源储备上提供了更有力的证据。

提前支付对于我国经济发展而言,有许多好处。

1、强化信誉。提前支付可以强化我国作为制造业大国的信誉。如前所述,

■看法

个人直接投资海外证券:利淡影响不容忽视

◎乐嘉春

本周一,国家外汇局宣布,率先在天津滨海新区试点境内个人直接投资海外证券业务,在试点初期可投资于香港证券交易所公开上市交易的证券品种。这一重大政策调整,被外界认为是中国机构放开资本项目迈出了历史性一步,并有助于减缓人民币的进一步升值压力。

那么,这对A股市场又会产生怎样的影响呢?我们认为,这一市场影响将主要体现在以下三个方面。

首先,将逐步分流A股市场的交易资金,部分分流资金将转入港股市场。由于目前A股指数已上涨了十几倍,A股市场的整体市盈率水平也处于较高水平,并透支了未来上市公司的业绩增长空间,从投资资金的安全性来讲,相当一部分资金会主动撤离A股市场。

另外,部分A股投资者有可能会利用这一平台频繁转换本、外币,他们可能并不会马上投资港股,但目的是为了回避汇率波动风险。在一定程度上,这部分资金也会促使A股市场的资金分流。

此外,开放投资港股渠道,恰好为这部分资金的撤离提供了新的投资方向。随着试点的面和规模不断扩大,这一重大政策调整对分流A股市场的交易资金的市场影响将逐步体现。

其次,A股权重蓝筹股将面临A、H股的跨市场套利风险。从目前来看,大多数在内地和香港两地同时上市的公司,其A股股价要比H股股价高出很多。尤其是当前A股投资者(主要是机构投资者)偏好于用资产净值而非市盈率来评估大盘权重蓝筹股投资价值标准时,大部分带H股的A股(大部分又是A股市场中的权重蓝筹股)实际上已被高估。这说明,目前A股权重蓝筹股的估值水平已偏高,而H股的估值水平相对显得更合理一些。这样,H股的吸引力自然要明显大于A股。

在此背景下,这一重大政策调整无疑是拓宽了跨市场套利的交易渠道,将有助于缩小H股与A股股价之间的较大价差,这暗示了A股权重蓝筹股的短期性交易风险已明显增大。

第三,可能会减缓目前A股市场的快速上涨势头。这是因为,一方面,目前A股市场主要是由资金推动的,当过热的流动性被逐渐流出后,A股市场将减弱其强劲上涨的资金支持。

另一方面,目前的A股权重蓝筹股面临了A、H股的跨市场套利风险,即缩小A、H股股价之间价差的短期交易风险已逐步体现,这将减缓未来A股权重蓝筹股的上漲动力。一旦A股权重蓝筹股的上漲动能进一步减弱,这势必会放缓A股市场的快速上涨势头。

从这个角度分析,这一重大政策调整将有助于缩减目前A股权重蓝筹股所存在的诸多泡沫,并促使A股市场回归理性。这又提醒我们,A股市场的调整压力已经出现。

当然,就目前而言,这一重大政策调整在短期内对目前A股和港股两个市场的实际影响可能要小于预期,这种影响也可能仅仅局限在心理层面上。另外,鉴于这一试点仍处于初期阶段,以及目前内地个人投资者对港股市场缺乏了解,尤其是熟悉港股的投资风险,我们有理由相信这一重大政策调整对A股市场的短期影响仍相当有限。

但是,我们也必须看到,这一重大政策调整对A股市场的潜在影响是巨大的,政策性的利淡影响可能要大于市场预期。

因为,随着时间的推移,一旦这一重大政策调整对目前A股市场的影响由心理预期逐渐转化为实际影响时,受交易资金分流及H股的估值优势等因素影响,A股市场将伴随A股权重蓝筹股的调整而出现调整。不管这一调整何时到来,调整肯定会出现。如果A股市场的调整时机来得越晚,那就意味着调整的幅度和力度就会越大。

当然,我们更希望的结果是港股市场能持续上升,并通过带动H股股价上涨来降低A股的调整幅度。但这一有利的市场局面能否出现?这是一个值得观察的问题。

能源原材料的保障是制造业大国无法绕过的,拥有了充裕的资源储备一方面可以满足我们在紧急状态下对资源的需求;另一方面就是稳定预期,这主要包括几个层次的内容,一是国际上的能源原材料供应商不能再次以中断供应的方式来挟我们;二是国内外的投资者会对我国制造业的发展更有信心;三是国外的进口商也会对我们的供货能力形成稳定预期。国际经验告诉我们,制造业大国的兴起过程往往也是大规模建立资源储备的过程。

2、规避贬值风险。提前支付意味着我们实现购进了亟需的资源储备,而不用持有长期来说处于贬值趋势的美元资产,这实际上是提前购买了我们迟早都要用的资源,从而会有效规避美元贬值带来的未来购买时的价格风险。同时,也可规避资源类商品价格剧烈波动的风险。

3、体现国家整体战略。提前购买体现了国家打造制造业强国的竞争战略。能源原材料既然是我国迈向制造业强国的必要保障,我们提前购建并建立战略储备无疑会强化这种战略的实现过程。(作者系中国农业大学期货与金融衍生品研究中心教授、博导,中国期货业协会专家顾问委员会主任)