

■财经时评

A股市场何以步入震荡性风险区

近期A股指数出现震荡,反映了投资者对下一阶段经济指标即将出炉和宏观调控进一步加强的预期,也反映了国内股市的政策性风险可能进一步放大。当然,政策性风险到底有多大,这仍是相当不确定的,投资者对此应该密切关注。

◎易宪容

当目前大量投资者或透过基金涌入股市时,当指数快速上涨让投资者胆战心惊时,当上市公司不愿卖出其持有的国有股股份时,或许持有这些国有股股份消除了市场对这部分国有股涌向市场的担心。然而尽管目前国内股市仍有发展空间,但已经变化的股市其风险又体现在何处?

其实,就目前中国股市来说,其短期风险并非是有多大泡沫,也并非是有多少人涌入市场,更不是上市公司业绩如何,以及有多少人在操纵市场,或有多少人通过内幕交易如何获利,我想当前A股的最大风险仍然是政策性风险。

央行于9月6日晚间宣布提高存款准备金率以及定向调票发行等紧缩措施,对股市的影响在9月7日当日的市场震荡中开始体现出来。为什么沪深两市当日会震荡回落?本来,按照

以往的惯例,央行越是出台紧缩性政策,股市就会上涨越快。尽管没有迹象表明监管层会出什么政策,但本次回落还是会影响到投资者对市场的信心,这可能是9月7日A股股指放量震荡的原因所在。

但是,我们也应当看到,尽管近两年来股市得到了全面发展与繁荣,但股市并未完全走出“政策市”的窠臼。比如,对上市公司数量、上市规模及上市节奏的控制等。这表明,市场一直将政府的政策视为股市发展的重心之一,并将政府的政策视为一种市场的隐性担保。既然股市仍然是一种政策市,如果市场出现任何异常或出现任何泡沫,市场自然就期望通过政策的方式进行调整。因此,尽管相关政府职能部门不愿意承担任何政策变化对股市影响的责任,但市场并不这么想。政策性措施出现任何变化或信号,都会对市场产生很大的影响。

第一,按照目前股市持续上涨的

理由看,两年多来国内股市为什么会持续上涨?最大的原因就在于流动性过多,就在于外汇储备增长导致外汇占款过多。从2003—2006年的情况来看,外汇占款为6万多亿人民币。但是,为了收缩流动性,央行通过公开市场操作、提高存款准备金率、发行央行票据等方式来吸收流动性。从2003年以来,央行发行央行票据余额约为3万亿,央行10次提高存款准备金率累计5个百分点,再加上公开市场操作及利息上调,央行对流动性收缩的市场影响是不可低估的。

随着货币政策在今年下半年有望进一步紧缩,将有可能改变流动性泛滥局面。特别是,美国次级按揭债券危机爆发后,国际金融危机中泛滥流动性的突然停止,这些因素都会对国内流动性过剩局面产生不小影响。比如,如果8月份CPI仍处于高位,那么央行就会出台常规性的加息政策。

还有,央行发行的定向票据量已越来越大,在6000亿特别国债发行后还有2000亿将直接面向市场。尽管有人一直以为,发行特别国债对市场的影响不会太大。但是,这有点“掩耳盗铃”,本来发行特别国债的目的就是要阻断外汇储备流向国内金融市场,但有人却对收缩市场流动性的影响无关是不可思议的。因此,如果2000亿特别国债直接向市场发行,这同样是收紧流动性的一种方式。可以说,如果金融市场的流动性一旦减少,对国内股市的影响也是不可小觑的。

第二,最近管理层出台了一系列的条例与规则来加强对国内股市的监管,比如《内幕交易认定办法》、《市场操纵认定办法》、对上市公司重大决议信息披露规则等,这些规则都表明,对中国这样一个诚信度低、市场操纵现象较为严重、内幕交易较为盛行的市场,管理层接连出台这些规章制度,说明管理层已关注到国内股市中存在的一些问题,并试图通过设立规则来整顿市场。尽管在短期内仍无法消除市场操纵或内幕交易的行为,但这些措施一定会增加这些违法乱纪行为的成本,一定会让这些行为有所收敛。从这意义上说,也必然会影响到

投资者的投资预期。

第三,随着今年以来国内股指快速上涨,目前不少上市公司的“大非”、“小非”将继续解禁,现在的问题并非是要防止这些“大非”或“小非”提前入市,而是要出台政策逼它们进入市场,否则这些上市公司都是不愿意将其持有的国有股或法人股股份进入市场交易的。有迹象显示,监管层有可能会通过鼓励上市公司减持国有股股份来增加股票流通量,可以相应地增加国内股市的股票供给。

第四,为了增加国内股市中的股票有效供给,估计下半年的新股发行速度将会进一步加快。如建行、中石油等H股将纷纷回归A股市场。当国内股市迅速扩容时,市场的供求关系也会得到相应的调整。

总之,9月7日A股指数出现震荡,可能是反映了投资者对下一阶段经济指标即将出炉和宏观调控将进一步加强的预期,也反映了国内股市的政策性风险有可能会进一步放大。当然,政策性风险到底有多大,我想是相当不确定的,但投资者对此应该密切关注。

(作者单位:中国社科院金融研究所研究员)

“两个循环”影响后续市场运行

◎梁福涛

股票市场运行是众多投资者纵向和横向博弈的综合,市场终点谁都无法准确预测。正因为这样,投资者个人都舍不得错过每个市场上冲带来的投资机会,这也使得总体市场变得更加无法预测。也正因为如此,全球金融史上,市场泡沫破裂都使得无数投资者个体难以逃脱厄运。金融资产扩张和波动最大的意义在于财富重新分配,一是带给投资者财富增长的机会,二是创造财富可能膨胀的收益。金融资产扩张永远吸引着无数投资者,所以市场泡沫催生及破裂在不同市场、不同时期总是重复也是历史的必然,但是具有不同风险偏好的个体投资者在资产市场波动中的损益却是不尽相同的。

2005年下半年牛市行情启动以来,在高经济增长、人民币升值和过剩流动性推动下,A股市场快速扩张。期间,多次阶段性调整均使投资者坚信,市场向上的持续动力远远高于向下的压力。然而,也许是资产泡沫化带来的财富膨胀总是让人陶醉,享受泡沫的投资者也许不在意这样的事实:短短两年的时间里,上证指数已经涨了5倍,股票总市值扩大了7.5倍,平均市盈率上涨了4倍。如果中国经济稳定较快增长的趋势不变,在可预期的业绩支撑下中长期牛市确实还未结束。这时我们可以不讨论市场总体是否已经产生严重泡沫,但是市场快速膨胀至今日,笔者以为市场投资者不得不注意两个重要的市场循环,一是上市公司业绩循环能否持续,二是市场过剩流动性循环能否持续。

从目前已经公布数据来看,今年中期上市公司业绩增幅超过七成已成定局。7月以来股票市场较强的一轮行情显然与中报优良的业绩有关。然而,值得注意的是,上半年如此高的业绩增长,有相当部分并非是非主营业务收入的快速增长,主要是一些非经营性损益,尤其是投资收益的大幅增加。市场上涨推动上市公司投资收益大幅增加,同时在股价高位的情况下大小非的解禁以及原有持股的套现也增加了上市公司利润。这就形成了“利润增长——预期推动——股票上涨——股票投资收益增长——利润增长——预期推动——股票上涨”业绩估值循环。这一循环的主要特点在于对公司主营业务的定价放大,与此同时股票资产价格也在放大。这一循环能否持续关键在于公司主营业务带来的利润增长和市场预期两个节点,前者显然具有周期性,后者则容易受到前者的影响。因此,上市公司主营业务利润增长放缓或者波动必将给市场运行带来重大影响。

推动A股市场快速扩张的另一个重要循环即是过剩流动性循环。过剩流动性循环可以分为实体经济和资产市场两个部分,即“高储蓄(流动性过剩)——投资——对外贸易顺差——流动性(含广义储蓄)过剩”、“储蓄流入股票市场(流动性过剩)——预期推动——股票价格上涨——财富膨胀——流动性(含广义储蓄)过剩”。流动性循环的两个部分相互关联交织,同样具有放大效应。其中资产市场流动性循环对资产价格膨胀推动作用是十分明显的,而且这一循环是完全建立在预期推动和资产价格上涨的基础上,具有明显的脆弱性。市场预期若发生方向性改变,市场流动性过剩与市场流动性瞬间不足也就在一夜之间。(作者为申银万国证券研究所博士)

缺少第三方监管的房屋质量堪忧

◎冯光明

上海一位验房师最近在接受采访时表示,他验过的商品房100%的存在问题。这其中基本上都是建筑质量问题,当然,也有一些其他方面的问题。合肥李女士买了一套房,她总感觉“新房面积比购房合同上的似乎要小”。于是,她花300元请一位“验房师”给房子进行了全面“体检”。经过检测,李女士的新房实际面积比合同面积“缩水”了2个多平方米。按照每平方米3600元的购房单价,李女士根据“验房报告”,成功向开发商索赔了近8000元。

验房师的存在,在某种程度上弥补了第三方监管的缺失。根据我国现有规定,新建商品房的竣工质量验收实行由开发商自行进行,工程监理资料备案制度,开发商只要出具《建设工程竣工验收备案表》就可以交付,质检部门的职责也从过去“直接检验工程质量”转变为对工程进行“竣工验收备案”。这一规定弱化了政府部门房屋监管的力度。

另一方面,消费者在整个购房过程中与开发商所掌握的信息严重不对称,大多数购房者对于房屋建筑是外行,不知道自己所购买的房屋是否存在质量问题。加之开发商是按栋而非按户来进行工程质量验收,房屋出现质量问题在所难免。一旦房屋出了质量问题,业主不得不在开发商、有关部门之间疲于奔命。

■上证观察家

开征环境税应以政府承担更多责任为前提

环保部门希望通过环境税来引导企业将污染成本内部化,达到事前减污目的。但是,单靠环境税并不能解决目前的环境保护困局。只有当地方政府真正承担起对环境保护的责任,包括开征环境税在内的一系列措施才能真正发挥作用。

◎叶蔚然

面对严峻的环境形势,环保总局正研究独立型的环境税方案。据报道,环保总局已建议税务部门对生产重污染的产品征收环境税,未来将进一步研究开征污染排放税与一般环境税,条件成熟时还可设计不同的退税政策。而国家税务总局地方税务司司长曹晓露透露,财政部也已考虑开征环境税。

“福利经济学之父”庇古认为,由于自然环境提供的服务不能由市场进行交易,市场机制无法消解经济运行主体在生产与消费过程中可能产生的副产品——环境污染和生态破坏作用。为了解决这一问题,政府应当实行干预措施,把污染者的外部性成本内化,迫使其承担相对应的私人成本



漫画 刘道伟

由于第三方监管缺位,房屋质量如何基本上要靠开发商的自觉,而开发商作为商人其首要目标就是追逐自身利益的最大化,他们本身没有严格质量管理的动力。尤其是在房价持续上涨,商品房销售火爆的时期,商品房建筑质量更令人担忧,其中一个最典型的表现就是偷工减料。去年曾引起全国关注的毛竹替代钢筋事件就是一个明显的例子。杭州市余杭区人和家园的一位业主,因为装修砸开了卫生间的墙体过梁,他吃惊地发现:过梁上原本应该有两根起支撑作用的12毫米螺纹钢,竟然是两根毛竹!

这种偷工减料行为必然导致我

国住宅的短命。建设部住宅产业化促进中心副主任童悦仲曾说:“国内商品房住宅土地年限是70年,住宅建筑规范设计的住宅使用年限是50年,但国内住宅的平均寿命却仅仅为30年。”任志强也撰文指出:“我国目前的住宅建筑平均寿命却仅为30年……这也就是为什么我国的GDP已连续多年的保持着10%左右的高增长,但国民财富的增加却仅为30年……这也就是为什么我国GDP增长速度的原因。”

那么,如何弥补第三方监管的缺位问题?验房师职业的兴起给了我们很多启示。验房师源于发达国家,在美国、加拿大等欧美国家业主买房都会请一位验房师作为自己的

参谋,验房师的定位实际上也是为购房者提供服务的技术专家。可以从技术角度分析房产是否值得购买,存在影响使用的问题,应该如何整改,大致费用等。

我的一位朋友在美国要出售一套商品房,业主聘请两位验房师进行检验,不放过任何一个细节,甚至检测了自来水的流量,而我这位朋友的房子偏偏水压不足,当几个水龙头同时打开时,水流量小的问题立即暴露无遗,房屋买卖最终未能成交。

不难看出,在西方国家,验房师所起的作用与我国现在意义上的验房师是不一样的。国外是在买房的时候聘请验房师,由验房师根据检测结果帮助消费者决定是否购买,而我国大都是在买房以后再请验房师检测,已经处于非常被动的地位,这使得不少买房者不得不艰难地通过各种渠道去维权,维权成本畸高不说,结果也未必达到自己满意。一部分消费者可能选择自认倒霉,而另一部分消费者则可能选择过激维权,给社会稳定埋下隐患。

在房屋质量问题屡屡出现,相关纠纷和矛盾层出不穷的今天,我们也应该考虑建立验房师制度,这一方面可以弥补第三方监管缺位的不足,促使开发商不得不提高建筑质量,减少因住宅短命导致的铺张浪费。另一方面,也可以有效减少由房屋质量引发的纠纷,并能把一部分矛盾提前化解,而不是推向社会上。

希望利用税收、价格、信贷等经济手段来引导企业将污染成本内部化,达到事前不自愿减少污染的目的,从而避免事后治理的被动。问题是,开征环境税能够达到上述目的吗?

应该认识到,我国环境问题的根源并非由于未开征环境税,而在于各级地方政府以经济发展为核心,把发展放在第一位,而将环境问题置于次要位置。这使得环境保护的一个最重要的主体——各级地方政府实际上处于不作为状态,而这种不作为与环境税的开征与否没有直接关系。换句话说,即使开征环境税,地方政府对环境状况麻木不仁的心态倘若未能改变,环境污染现象仍可能继续存在。

针对环境方面的税费并非没有收过。去年,建设部就规定,全国所有城镇都要开征污水处理费,原则上达到每吨水收污水处理费0.8元,2007年和2008年内,所有自备水源用户都要开征污水处理费。但是,到2005年底,全国还有278个城市没有建成污水处理厂;至少有30多个城市50多座污水处理厂运行负荷率不足30%,或者根本没有运行;污水处理厂污泥和垃圾普遍存在二次污染隐患;一些企业超标排污。也就是说,在许多城市,污水处理

■看法

环保经济新政将全面影响企业经济行为

◎余闻

国家环保总局副局长潘岳9月9日在第十二届“绿色中国论坛”上,首次提出了全新的环境经济政策架构以及操作路线图和时间表。看来,面对愈加严峻的环境形势,环境主管部门将一改过去以“环境风暴”进行执法的方式,而代之以更实际、更有针对性的环境经济政策。

客观地说,近年来对于日益恶化的环境形势,环境主管部门并非毫无作为。比如,环保总局四年来搞了四次环评执法,对遏制局部地区的环境破坏趋势起到了一定作用,但潘岳在此次论坛上坦承,四次环评执法靠的全是行政手段。这些手段虽是现有法规制度框架内的最大创新,在短时间内立竿见影,但长期效果却十分有限。

为什么会有这样结果呢?原因在于,这种以行政手段为主、末端治理的方式,在环境问题越来越严重,特别在不少排污企业还是地方政府重要税收来源的情况下,要遏止环境恶化的趋势,显然是行不通了。

在严峻的环境形势面前,现在提出一套系统的环境经济新政策至关重要。作为配置环境资源和调节环境容量的政策手段,环境经济政策主要是用以解决企业“守法成本高、违法成本低”的问题。

现在,企业之所以“守法成本高、违法成本低”,除了环境执法部门执法力度不够,处罚太轻外,最主要的原因就是企业缺乏守法的内在动力。而企业没有动力,又与企业缺乏来自环境方面的激励和约束机制有关。环境经济政策,就是要给企业这种激励和约束,因为它是按照价值规律的要求,运用价格、税收、信贷、收费、保险等经济手段,来调节或影响企业的行为。

根据经济学理论,环境问题是企业外部不经济的产物,因此要解决企业的污染问题,也就须将这种外部不经济内部化,让企业通过自身的循环,消化污染的因素。而只有实施一系列的环境经济政策、措施,才能迫使企业这样去做。所以,构筑这样一套完整的环境经济政策体系也正当其时。

事实上,发达国家的环保实践已充分说明,环境经济政策是将企业外部不经济内部化的最有效途径,也是政府干预环境保护的最佳途径。目前,我国的环境经济政策有一些,但种类不多,而且环境经济手段只是作为法规制度尤其是排放标准的辅助工具,真正在全国范围内实施并发挥作用的很少。例如,央行早在1995年就出台了有关各级金融机构对“不符合环保规定的项目不贷款”的政策,但由于没有配套措施,这项很好的环境经济政策并没有得以实施。至于环境税收政策,则还处于理论研究阶段。

从强化环境治理实效的角度看,做好新形势下的环保工作,关键是要从行政手段转变为综合运用法律、经济、技术等综合措施来解决环境问题。从潘岳讲话透露的信息看,环保主管部门正在转换监管思路,在与人民银行、银监会等合作出台绿色信贷的基础上,扩大至与财政部、证监会、商务部等部门合作,联合推出环境财政、生态补偿政策、绿色信贷、环境污染防治等措施,并加强对出口企业环境管理。

据悉,国家环保总局将在一年内出台若干政策,两年内完成主要政策的试点,四年内初步形成中国环境经济政策体系。看来,一个系统的环境经济政策体系,将要对各类企业的生产经营及其盈利情况产生实质性影响。在我们考察企业利润的时候,有必要关注其社会责任,以及在这方面所要付出的经济代价了。对那些严重影响环境质量的企业,要多加留意。