

■财经时评

虚拟和实体经济协调发展至关重要

对一段时间来股市的大幅上涨和宽幅波动,究竟应该怎么看?针对我国虚拟经济近期发展过快的情况,注意保持虚拟经济与实体经济运行的协调发展尤为重要。只有从根本上把握虚拟经济和实体经济的互动关系,才能平滑股市的波动曲线,避免大起大落,造成对经济社会的无谓伤害。

◎ 郭晓亭

这两天,A股市场又出现了宽幅波动的状况。对一段时间来股市的大幅上涨和宽幅波动,究竟应该怎么看?在目前的市况下,也许投资人要比前一阵子大盘一路上涨的时候冷静许多。作为虚拟经济的一部分,股市波动尽管有自己的特点,但离不开与实体经济相协调的基本运行法则,而虚拟经济和实体经济的协调发展不仅是至关重要的,也是我们观察股市运行的一个重要视角。

据此分析目前的股市状况,一方面,我们可以看到虚拟经济对提高资本配置效率、促进实体经济的持续快速发展有着非常重要的作用;另一方

面,虚拟经济的发展归根结底是为实体经济服务的,虚拟经济的发展必须与实体经济发展相适应,如果虚拟经济过度膨胀和超前发展,其相关市场就有可能经常会大起大落,这样不仅不能促进实体经济的健康发展,反而会对实体经济造成破坏,同时也对虚拟经济相关市场自身造成冲击。这就是我们在目前的A股市场上看到的问题的关键所在。

其实,不仅我国的A股市场如此,其他虚拟市场的发展历程也说明了这一点。20世纪80年代以来,世界经济的虚拟化程度日益增强。一方面,国际性的货币市场、资本市场规模进一步扩大;另一方面,包括各种金融期货、期权等在内的金融创新层出不穷,金融工具的创新使得虚拟资本过度膨

胀达到了前所未有的程度,并使虚拟经济越来越脱离实体经济,而日益呈现为一个相对独立的经济活动领域。

然而,虚拟经济和实体经济之间存在着必然的相互依存、相互制约的关系。虚拟经济的产生,源于实体经济发展的内在需求,其根本是要为实体经济服务,而实体经济是虚拟经济存在和发展的基础,没有实体经济,则虚拟经济无从谈起。同时,实体经济的正常运转和快速发展,离不开虚拟经济的支持,滞后的虚拟经济会阻碍实体经济的发展。因此,虚拟经济的发展应与实体经济的发展相适应,如果虚拟经济过度膨胀,就会对实体经济造成破坏。这样的例子不胜枚举。

还有一点,如果虚拟经济过度膨

胀,投资于资本市场赚钱更容易,那么,在暴利的驱使下,大量社会资金追逐资本利得,这将挤压生产资金,导致从事生产经营和研发的资金减少。企业关心生产的程度下降,抽出大量资金从事资本投机,企业正常生产经营的利润率赶不上金融投机的利润率,反过来更助长投机风气。这不仅会增大虚拟经济的泡沫,而且还会造成实体经济与虚拟经济的断裂,一旦泡沫破裂,将会对包括实体经济和虚拟经济在内的整个经济造成巨大破坏。

前些年,部分拉美和东南亚地区的新兴工业化国家在金融自由化过程中,由于虚拟经济过度膨胀引致了严重的泡沫经济,触发了一系列的金融危机,不仅对当事国的经济发展造成了巨大的破坏作用,也对世界经济产生了很大的冲击。而一些发达国家的经济也未幸免。一些发达国家经济泡沫的破灭对国内经济造成的伤害花很多年也难以弥补。例如日本泡沫经济的破灭,导致经济增长极度缓慢,就是一个典型的案例。

近两年,在制度变革、流动性过

剩以及人民币升值等因素的综合作用下,我国股票市场股指一路飙升,股票市值也迅速增加。截至9月3日,我国上市公司市价总值已达到31.56万亿元。我国资本市场的迅速膨胀,直接或间接促进了实体经济的增长。但随着股指在高位继续震荡走高,泡沫风险也正在加大。

针对我国虚拟经济近期发展过快的情况,注意保持虚拟经济与实体经济运行的良性互动、协调发展,尤为重要。在坚持虚拟经济渐进式发展原则的基础上,一方面要通过控制虚拟经济与实体经济的偏离度,使虚拟经济形成的资产、交易量与实体经济的发展相适应;另一方面还要完善整个虚拟经济系统的运行规则和监管方式。不仅要健全法律法规,完善各项规章制度,规范虚拟经济系统中的主体行为,而且还要加强监管和严格执法。只有从根本上把握虚拟经济和实体经济的关系,才能平滑股市的波动曲线,避免大起大落,造成对经济社会的无谓伤害。

(作者单位:中国社科院金融所)

■ 看法

房贷规模快速扩张正在加大金融风险

◎ 贾图

央行上海总部9月10日发布的8月份上海市信贷运行报告显示,前8个月上海新增贷款已超出去年全年贷款的增量。今年前8个月,上海中外资金融机构新增本外币贷款2018.4亿元,超出去年全年新增贷款1607.6亿元。其中,当月中资商业银行个人住房贷款猛增713亿元,比7月份多增126亿元,创2005年以来单月增量新高。值得注意的是,当月新增个人消费贷款占新增贷款总量的9%,而房贷占据了90%之多!

近年来,房贷一直被我国银行视为优质贷款项目,各大银行为了争夺此项业务展开恶性竞争,不断降低门槛,导致房贷规模成倍扩大。房贷业务“一枝独秀”的繁荣背后,是潜在的巨大风险。我国80%左右的土地购置和房地产开发资金,是直接或者间接来自银行贷款,而个人通过按揭贷款买房的人,占全部购房总数的比例高达90%,这意味着房地产市场的绝大部分风险系在金融机构身上。

按照国际经验,个人房贷的风险暴露期通常为3年至8年,结合我国的情况来看,我国个人房贷已经开始步入风险暴露期。以上海为例,上海银监局公布的数据显示,上半年新发生住房开发不良贷款13.25亿元,同比多增8.62亿元,其中接近90%的贷款是经过展期到期后再形成不良贷款。

房贷风险主要涵盖几个部分:一是房贷利率提高风险。商业性住房贷款实行的是浮动利率,只要央行对贷款利率作出调整,借款人需要偿还的利息就会相应地发生变化。由于CPI持续上涨,我国正处在加息周期内,按揭购房者不得不承担更多的利息支出,其负担将随着贷款利率的提高而加大,一旦超过购房者的承受能力,违约现象就容易发生。利率因素与外部相关因素的结合,所产生的作用可能会更大。比如,在失业率低的情况下,人们的收入不稳定,贷款利率的提高更容易导致违约现象的发生。

二是信用和抵押物估值风险。为了抢占房贷市场份额,不少银行都降低了房贷门槛,放松了对个人信用情况的调查。而个人按揭买房的时间长达10年至30年,其间的不确定性非常大。而且,在银行放贷过程中,由于种种原因,对于抵押物的估值也容易出现较大偏差,甚至被人利用为套取银行资金的工具,一旦贷款人套取资金成功,银行就面临难以规避的风险。比如,一套位于上海市“世茂滨江花园”之复式高档房,“最佳投资”买入价是2400万元,估值竟达1亿元,银行被套现资金是房价的几倍!在这种情况下,借款人哪里还有还贷的动力?

三是房价下跌风险。我国房贷的风险之所以迟迟未能释放出来,很大程度上与房价的持续上涨有关。快速上涨的房价不断吸引新资金入场,使前期按揭贷款者获取较大差价,这既成为按揭者及时还贷的强大动力,也成为其向亲朋好友借钱还贷的信用保证。但是,一旦房价下跌,人们对买房贷款的预期降低,累积的风险就容易在瞬间释放出来。倘若房价下跌20%甚至超过30%,按揭贷款者就有可能放弃还贷,从而,出现大面积的违约现象。

另外,我国投机性购房占据不小的比例,其短期行为更为明显,为了炒房获利,往往借购房款一次性购买多套住房,一旦对房价上的预期发生转变,炒房者就可能大量抛售,加剧房价的下跌,滋生出更大的市场风险。倘若炒房者囤积的房屋销售不出去,又可能出现违约。

四是流动性风险。世界发达国家的经验表明,个人住房贷款比重接近18%—20%时,商业银行整体流动性和中长期贷款比例的约束就会成为非常突出的问题,从而带来流动性风险。

现在的问题是,许多银行仍然未能认识到房贷扩张过快的风险。尽管我国银行目前相继叫停了二手房贷款业务,但大都是由于本年度贷款额度用完了,不得不收紧贷款,并非银行充分认识到房贷膨胀潜在风险所致。央行上海总部公布的数据就是最好的证明。世界上没有永远不跌只涨的房价,也没有永远可以坐享其成的获利项目,当房贷规模膨胀到一定程度,银行或许就会被潜在的风险信号惊醒,但倘若真的到了那个时候,再防范风险恐怕也晚了。

股市如何应对政策累积效用

◎ 倪小琳

自从上证指数到达5000点以后,市场人士对于股市的看法就出现了极大的分歧,主要集中在这样几个方面:一是股市这样“毫无顾忌”地涨,是否真的还健康;二是中国经济发展趋势不变,市场大势就不会改变;三是股价上涨在透支股市的未来,因为上市公司披露的中报中,虽然蓝筹公司和相对好的公司盈利大幅增加,但一些公司靠投资支撑业绩大幅增长也是事实;四是人民币升值与金融业对外开放加速,外资进入股市渠道增多,不得不防游资“扫荡”,一旦“港股直通车”生效,资金态势必然发生变化……对于市场走势的判断莫衷一是,但引发的政策效应却是多重的。

即便我们认为这些看法只是“说说而已”,但对市场本身的变化还不可不关注。随着市场规模的扩大和参与者的增多,证券市场出于自身的内生性需要,新品种在不断诞生,那些钻政策漏洞或政策空子的违法违规事件也随之增多。此时不管说法如何,政府都会采取相应的措施防范可能的风险,预演可能出现的漏洞。在市场人士看来就表现为政策频出。

我们可以注意到最近政策接二连三推出,相关部门已经不急了解读是否“针对某某市场”了。为什么?经过几个月的流动性问题的普及教育,流动性与股市的关系,已无需半遮半掩。加息、提高存款准备金率、2000亿国债的推出等等都直接与收紧流动性有关。笔者注意到,最近经济界人士已经开始提示政策频出的累积效用了,天相投资顾问公司董事长林义相就认为,发行2000亿元特别国债的效用如何,要看股市自身处于什么阶段。也就是说同一事情因为环境的变化,可能产生完全不同的政策效用。股市上行的时候不会是利空,在市场调整的时候就可能成为利空。

其实,这就是对于政策累积效用影响市场的一种描述。原美联储主席格林斯潘对当前美国股市的预言,现在的美国市场具有和1987年股灾前同样的市场因素,虽然他没有直接预言股灾会不会降临,但是从他口里出来的风险提示警告绝非非同一般。他所指1987年的股灾前,美国市场流行的不是“次级债”,而是“垃圾债”,形式上两个不同时期的市场的确有很多相似之处,我们要注意的是也曾出现了政策累积效用的前奏,格老当年九月宣布大幅加息,之后更连番加息抑制通胀,利率提高使得国库券和其他债券的利率相应提高,投资者从股票市场转移资金投资于债券,致使股价暴跌。美国1987年的股灾有其美国当时经济自身内在发生的理由,但是政策累积效用的双刃效果是当局者猝不及防的,带来的风险产生了巨大冲击,使人们进入更不理智的状态,也是加重危机的重要因素,甚至是推高股灾风险的助力。

现代金融的魅力已经远远大于传统的金融业,理由是人们在操作和控制方式的选择上,除了强化制度管理,更重要的需要人们有更高对危机的智慧,当市场处在变动和调整时更是如此。因此,当国内股市已经表现出对诸多政策消化的前奏时,更需要冷静观察。

券商应该提供与佣金相对应的服务

◎ 王杰

从已经公布了半年度数据的50家证券公司的情况来看,今年1至6月,50家券商实现营业收入791亿元,净利润417.68亿元,按可比口径计算,分别比去年同期增长了418%和411%。其中,50家券商实现手续费收入511亿元,占营业收入的65%,而在上年同期,佣金的占比为57%。佣金占营业收入的比例不仅没有降低,反而在上升。

2002年5月1日,我国证券业开始实行佣金浮动:A股、B股、证券投资基金的交易佣金实行最高上限向下浮动制度,证券公司向客户收取的佣金(包括代收的证券交易监管费和证券交易所手续费等)不得高于证券交易金额的3%,也不得低于代收的证券交易监管费和证券交易所手续费。

佣金浮动容易在券商之间形成激烈竞争,从而使佣金趋于合理。尤其是前几年,券商对佣金的依赖性非常强,对客户的争夺激烈,券商在佣金方面的优惠幅度也比较大。但是,从2005年开始,我国股市进入上升轨道,投资者蜂拥入市,一些券商甚至需要预约才能正常开户。股市火爆导致券商之间的竞争关系被削弱,过大的需求在客观上把券商置于一种垄断状态(我国券商数量比国外少得多),佣金优惠的空间实际上变小了。

对券商而言,在相等条件下,交易量越大越能形成规模效应,交易成本越低,收益越大。从常理来看,券商应该降低佣金,或者提供对等的服务。但是,目前交易者似乎越来越难以享受优惠,也难以享受相对对应的服务。

从世界范围内来看,佣金降低乃是一个大趋势。比如,在美国,1975年实行佣金制度改革以后,投资者的交易成本大幅下降,10000股以上大宗交易的佣金费率1975年4月还为0.57%,1978年12月就已降为0.31%,每股交易佣金从1975年的平均26美分下降到1997年的平均5美分。美国经过1986年的佣金改革以后,个人投资者的平均佣金费率从1.07%下降到0.28%,机构投资者平均费率从0.42%下降到0.21%。

从另外一个角度来看,在世界范围内,佣金在券



漫画 刘道伟

商总收入构成中比例也是逐渐下降的。在1999年美国五大券商各项业务增长对净收入增长的贡献率列表中,佣金占比最高的为23.90%,最低的仅为5.20%,平均为12.18%,而我国券商仍严重依赖佣金收入。

从长远来看,券商收入过于依赖佣金与银行收入过于依赖存贷差一样,存在诸多弊端,这有可能制约券商的发展。而国外的券商在佣金降低以后,不得不进行创新,为客户提供通道服务向提供包括理财服务在内的多层次、多元化的服务,这种倒逼机制为券商发展带来了机遇。这种机遇何尝不是我们的券商所需要的呢?毕竟,坐享佣金收入的安逸日子是不能永远存在下去的。如果仅仅停留在佣金这种低水平、低层次的竞争方面,大型、专业特色券商的形成恐怕尚需时日。

更重要的是,券商收入佣金是需要提供一定的服务的,券商坐享佣金之利,根据对等的原则,它也应该提供相对对应的服务。尤其对于网上交易

而言,既不占用券商通道,也不耗费券商成本,其佣金是否应该大幅度降低?

但凡开账户的投资者,大都有这种印象,一旦开户手续完成,券商几乎什么都不再做了,只是坐享佣金之利。甚至,不少券商在开户时连风险提示的服务都没有真正做好。今年5月23日,证监会不得不发布《关于证券公司依法合规经营,进一步加强投资者教育有关工作的通知》,要求证券公司通过公司网站、交易委托系统、客服中心等多种渠道,综合运用多种方式开展投资者教育,向投资者客观充分揭示风险。这难道不是券商平常都应该做好的服务吗?

不少券商在收取佣金之后几乎不再提供任何服务,如果提供也都是收费咨询。券商提供有偿咨询在任何国家都是存在的,问题是,投资者尤其其网上交易的投资者之前所交佣金应该享受到的对等服务到底是什么呢?因此,笔者认为,券商即使不进一步调低佣金,服务也应跟进,否则,对广大投资者就可能构成不公。

■ 上证观察家

新一轮改革切入点:力改分配制度

配合社会主义和谐社会建设的新一轮改革已经启动,其切入点应该放在收入分配制度的改革上。生产方式决定分配方式,分配方式出现的问题还应从生产方式上解决。改革现有收入分配制度,关键是要坚持真正的市场化道路,把生产领域资源配置的权力还给市场。

◎ 杨英杰

分配领域的问题已成为当前我国经济社会发展中的一大难点热点问题。在生产力和在不发达状态下向逐渐发达状态过渡的进程中,社会的注意力会有一段时期从财富的生产转向财富的分配。从人类历史的发展进程来看,财富的生产是第一位的,生产决定分配,生产资料的占有方式决定收入的分配方式;但是,财富的分配会对财富生产产生反作用,甚至由分配而起的社会冲突会对社会生产演进的连续性造成严重的危害,或延缓、或中断、或倒退。财富的分配在一国经济社会发展进程中的重要性由此可见一斑。

经济理论对于分配问题的研究也早就给予了很大的关注,从经济学理论的发展历程也可以看出这一点。经济学的奠基之作,亚当·斯密的《国民财富的性质和原因的研究》(简称《国富论》),其中心任务是弄清楚国民财富的性质和原因,以达到富国裕民的目的。斯密认为增进国民财富的最大原因是提高劳动生产率,而提高劳动生产率就是要加强分工和增加劳动力。斯密构造的是一个乐观模型,强

调的是利益和谐的普遍繁荣。然而,他的继承者,尤其是马尔萨斯、李嘉图和穆勒着重于财富创造和利益协调,转而强调的是财富分配和利益冲突;将注意力转向强调财富是由谁创造的,应该如何分配。

弗兰茨·奥本海默(Franz Oppenheimer)在其名著《国家》一书中,提出了仅有的两种获取财富的途径:一条途径是商品或服务的生产以及自愿交换别人生产的商品或服务。这种方式就是自由市场的方式,奥本海默将其称之为通向富裕的“经济方式”;另一条途径则规避了生产和交换的必要性,是某个人或某些人通过暴力攫取他人的产品。这种通过剥夺他人成果以实现财富积累的方式,被奥本海默称为“政治方式”。其实还有第三种获取财富的方式,即政治方式和经济方式的混合式。也就是说,这部分人提供自己的商品和服务,通过市场交换来获取自己所需的商品和服务,然后通过交换,他们所得到的价值远远超过自己所提供的商品和服务的价值,类似于商人的贱买贵卖,只不过他们并不承担商人所承担的各种风险,而商人从价差中获取的收益则是对他们所甘冒风险的一种补偿。从某种意义上来说,这部分人所从事的交换属于不等价交换。

那么,这部分人为什么能够从事有利于他们的不等价交换呢?能够无风险地获取更多的财富呢?因为他们拥有某种权力,尽管这种权力不能保证他们无偿地从他人那里夺取商品和服务,但能够保证他们可以从远远高于市场均衡的价格出售他们的商品和服务,换句话说,就是他们能够以远远低于市场均衡的价格从他人那里交换到商品和服务。他们所拥有的这种权力是什么呢?就是政府赋予他们的垄断性权力。通过市场竞争而自然形成的垄断性,具有其合理性,因为这种垄断性只能是暂时的,只要市场是自由开放的,这种垄断性便不能持久,即使持久也是以增加消费者剩余为前提,消费者从中获取了更多的效用。即便如此,也往往遭人非议,如微软的操作系统。通过政府授权而形成的垄断性,往往是以某种冠冕堂皇的“公共性”理由,诸如为了全体选民的福利或国家利益而不得不实行垄断等等。但是结果却是,垄断性的大部分收益落入了一部分人的腰包。

我国当前分配领域中最大的问题是收入差距过大,而导致这一问题的关键在于得到政府授权的垄断性行业收入过高。统计资料显示,2000年我国

最高行业人均工资水平是最低行业的2.63倍,2005年则扩大到4.88倍,绝对差距则从8436元扩大到32249元。这些差距综合到反映全社会收入差距的基尼系数中,就使其大大超过0.4。而0.4是经济学用来计算社会可以容忍的收入差距的极大值,超过这一界限,就容易产生社会动荡。更何况,这些名义工资差距并不是全部收入水平差距的真实反映,一些垄断性行业大量的非货币性收入,使得社会对收入差距的直接感受远非统计数据所能反映。

可以说,分配领域的问题如果不能得到有效的解决,将直接影响到我国和谐社会的建设,这决不是危言耸听。需要指出的是,通过自由市场竞争自发形成的垄断,在我国还并不很多,而就目前中国经济发展的阶段来说,这种自由市场竞争产生的、自发形成的垄断,应当予以默认甚至支持,而不是学术式地采用反垄断法给予制裁,因为这种垄断在全球化程度日益加深的现实情况下,有利于国内企业有力地参与国际竞争。但如果通过政府授权的形式而形成的垄断,则需要重新考虑这种垄断形式是否真正有利于经济的发展。新出台的《反垄断法》所关注的重点应该是由附着于政府权力而形成的垄断。

我们认为,配合社会主义和谐社会建设的新一轮改革已经启动,其切入点应该放在收入分配制度的改革上。解开这还须系铃人,生产方式决定分配方式,分配方式出现的问题还应从生产方式上解决。改革现有收入分配制度,关键是要坚持真正的市场化道路,把生产领域资源配置权力还给市场,尽可能扩大民间资源占有率,将垄断资源所有权分散化,形成多元化市场格局,最终形成由政府二次分配形式参与其中的以市场化分配为主导的公正的分配格局。

(作者为中央党校副教授,经济学博士)