

■财经时评

如何面对股市泡沫的信号指向

对于股市泡沫需要正确的理解,它既可能是一种风险信号,也可能是一种投资的信号。像今天中国这样,既有流动性过剩又有对股票市场发展的乐观预期,那么单纯地进行需求管理是无法控制股市泡沫膨胀之势的,我们可能更加需要的是供给创造。

◎ 华民

最近几年来,几乎全球的股票市场都出现了暴涨的现象,其中以中国和印度这样的新兴市场经济国家的涨幅最为惊人,于是各种各样的股市泡沫论与崩盘论随之而起。但是,在我们看来,对市场一味地加以指责是没有道理的、当然也是没有用处的,因为市场有其自己发展的逻辑,所以泡沫产生后究竟应当如何面对才是问题的关键所在。当然要找到正确的控制股市泡沫的方法,我们首先需要弄清楚股市泡沫的形成机理及其含义。

从国际经验来看,股市产生泡沫大多是因为市场需求量大于供给量,进而导致股价严重背离经济基本面或者公司基本面的快速上涨而造成的。如果这样的定义是可以接受的,那么接着需要回答的问题是:这种导致泡沫过于膨胀的超额需求又是如何产生的?对此,我们大致可以分析如下:第一,是因为流动性过剩而

形成的被动性买盘;第二,是因为对未来预期乐观而产生的主动性买盘。

流动性过剩会产生通货膨胀的风险,在这种情况下手持货币或者继续将钱存入银行会带来现金的价值损失,为了规避这样的风险,人们用存款或闲置资金购买各种可以保值或者增值的资产是理性的选择,于是为预防现金价值的折损而被动性地购买股票等金融资产的情况在流动性过剩、并因此而产生通胀预期的情况下就是不可避免的了。

如果说被动的买盘是为了规避手持货币资产可能带来的价值损失,那么主动性的买盘则是基于股票投资高收益的预期。这种预期在成熟市场经济国家是基于重大的技术创新所带来的公司利润的增长;而在新兴市场经济国家则大多基于经济的快速增长;但在当今的中国则主要与股票市场的结构改革有关。从2005年开始的股改让中国上市公司的治理结构有了根本性的改变,从而导致中国投资者对于中国股票市场未来发展的良好预

期。这样,在流动性过剩与股改所产生的预期向好这两个因素的共同努力下,便出现了中国股票市场价格暴涨的局面,被动性和主动性买盘蜂拥而入,从而使得中国长期低迷的股市一改疲态而呈现出快速成长之势,结果股市泡沫也就随之而来。

现在需要进一步讨论的问题是,股市出现泡沫究竟意味着什么?泡沫首先是一种风险,因为泡沫意味着股票价格与公司基本面或者经济基本面背离,假如基本面的改善赶上股票价格的上涨幅度,那么股市暴跌,以及随之而来的经济波动都有可能发生。

其次,根据托宾O理论,假如企业重置成本不变,股价上扬就意味着企业投资成本的下降。因此,假如股价是由主动性买盘推上去的,那么这就意味着市场的投资者对公司、行业、乃至整个宏观经济增长产生了乐观的预期,这时由股价过快上涨导致的泡沫实际上是一种要求企业家进行投资的信号。在这种情况下,假如股价过高,那么企业家能够通过有效的投资来增加公司利润,那么,这样泡沫是可以由利润创造来加以消除的。从这样的意义上讲,由于预期的乐观而造成的股市泡沫也并不都是坏的。

根据以上两个方面的分析,我们可以看到,对于股市泡沫需要正确的

理解,它可能意味着风险的到来,也可能意味着投资机会的到来,所以它既可能是一种风险信号,也可能是一种投资的信号。

有了以上这些认识,我们就可以更进一步来讨论股票市场出现泡沫后的治理问题。假如像今天中国这样,既有流动性过剩又有对股票市场发展的乐观预期,那么单纯地进行需求管理是无法控制股市泡沫膨胀之势的,我们可能更加需要的是供给创造。这里所说的供给创造至少包含以下两层意思:

第一,假如流动性过剩的问题在短期内是不可改变的,那么与其去控制流动性、限制进入股票市场的资金流入,还不如去拓宽投资渠道、增加投资品种更加可取。为此便需要放松政府管制,因为任何类型的金融创新在本质上都是市场行为,而不是政府行为。假如由政府去创造市场高风险的金融投资品种,那么政府就需要为此承担风险。然而只要一种风险投资品种的风险是由政府承担的,那么就一定会产生所谓的“败德”行为,即因为有了政府的风险“担保”,投资者便会因为风险成本的降低而进行过度的投资甚至是投机,从而导致全社会金融风险的积累。所以比较合理的方法似乎应当是政府放松管制、市场进行金融创新、投资者自己承担投资风险。而且只有当政

府真正退出了市场,政府才能公正地承担起市场监管的职责,市场的风险也才有可能借助于政府的监管而得到有效的控制。

第二,就像我们在前面分析中所指出的那样,由于预期乐观而产生的股市泡沫,只有一种方法可以加以消除,那就是深化公司治理结构和公司高级管理层薪酬体系的改革,用股权激励的方法来鼓励更多的企业家去积极地开展可以增加公司利润的投资与创新活动,借以达到填充(消除)泡沫之目的。如若不是这样,那么这种有用的信息就会转瞬即逝,从而使企业失去投资机会,经济失去增长的空间。

由此可见,在今天的中国,由于一切都还处在发展中,所以股市出现泡沫并不是什么坏事,因为只要我们处理得当,股市泡沫反而可以刺激市场改革、金融创新与公司治理结构的改革。假如这样的看法是有道理的,那么现行的政策可能就需要做些调整,即以需求管理(调控)为主的政策转变为供给管理与创新为主的政策。

(作者系复旦大学世界经济研究所所长)

■看法

带薪休年假重在保持制度刚性

◎曲震宇

为了进一步增强立法的透明度,提高立法质量,经国务院领导同意,11月5日,国务院法制办公室正式将《职工带薪年休假规定(草案)》(征求意见稿)全文公布,征求社会各界意见。其中提到,机关、团体、企业、事业单位、民办非企业单位、有雇工的个体工商户的职工在同一单位连续工作1年以上的,享受带薪年休假。法定休假日、休息日不计入年休假期限。单位确因工作需要不能按照安排职工休年休假的,除应当支付职工正常工作工资福利待遇外,还应当每日按照该职工的日工资标准给予补偿。

所谓带薪年休假是国家法定的福利,指单位在员工非工作时间内,按工作时间发放工资和福利的一种制度。带薪年休假制度起源于法国,法国劳动法规定,带薪年休假的期间在每年5月1日到10月30日之间,具体休假时间由员工与老板协商确定。带薪年休假制度有利于缓解员工因竞争激烈、工作紧张而带来的压力,可以为员工的身心调整和保持家庭的和睦提供便利的条件,使员工在正常的工作时间里更加高效地工作。这项激励给员工精神和体力上带来的好处是工资所不能替代的。

因此,从人力资源效率的角度来看,带薪年休假制度对单位和职工而言,乃是双赢之举。发达国家普遍都实行这项制度。国外的带薪年假期一般都比较长。比如,英国劳动法规定,每年带薪年休假最长时间可达一个多月。瑞典则规定,带薪假期每年不得少于5个星期。而且,瑞典法律还规定,自愿脱离工作岗位休假12个月的员工,可在休假期间领取85%的失业保险金。

相比之下,国务院法制办公室公布的草案,带薪年休假时间比较短暂一些,“职工累计工作已满1年不满10年的,年休假为5天;已满10年不满20年的,年休假为10天;已满20年的,年休假为15天”。当然,这可能是考虑到国情的缘故,具体还将根据民众的反馈意见作出调整。

这些还不是笔者所重点关注的,笔者更担心带薪年休假制度被悬空的危险,因为从草案来看,如果“单位确因工作需要不能按照安排职工休年休假的”,所面临的仅仅是“应当支付职工正常工作工资待遇”和“应当每日按照该职工的日工资标准给予补偿”,这就不足以促使有关单位严格遵守带薪年休假制度,这一国家法律赋予民众的福利可能在一定程度上体现不出来。

事实上,我国并非没有带薪年休假制度的规定。我国《劳动法》第45条规定:“国家实行带薪年休假制度。劳动者连续工作一年以上的,享受带薪年休假。具体办法由国务院规定。”但截至目前,该项规定并没有得到切实执行。调查显示,明确将带薪年休假作为福利制度固定下来的,绝大多数都是政府部门、事业单位、外资企业、国有企业等单位,而许多民营企业根本就没有建立明确的员工带薪年休假制度。导致带薪年休假制度有名无实。

带薪年休假制度是国家福利的一部分。世界各国的经验表明,一个国家的福利水平取决于该国的经济发展水平,随着中国社会经济的发展和居民消费水平的提高,我国实行带薪年休假制度的条件已经成熟,应该通过法律强制力,使带薪年休假制度变成刚性制度。而要使带薪年休假制度变成刚性制度,就必须加大处罚力度,增加单位因拒不执行带薪年休假制度而承担的成本。

应该认识到,带薪年休假制度的完善和落实,不仅有利于提高劳动者的积极性和工作效率,也有利于增强国家的凝聚力,同时,也有利于促进旅游业的发展,从而,使带薪年休假制度替代广造诟病的“黄金周”制度成为可能。立法者应该通过严厉的制裁措施确保带薪年休假制度保持刚性,使民众真正能够享受这项具有国福利的福利。

控制基金销售规模 务必对症下药

◎皮海洲

11月4日,证监会基金部下发《关于进一步做好基金行业风险管理工作有关问题的通知》,针对新基金募集、基金封转开、拆分以及其他限量集中销售活动,首次明确规定基金公司在发布广告或相关宣传推介材料之日起6个月内保持基金规模控制在向投资人承诺的范围内。

有效地控制基金销售规模,避免基金规模盲目扩张,这在目前的市场形势下是很有必要的。伴随着牛市的进程,今年以来,我国基金行业呈现快速增长的态势,基金资产规模成倍扩大。但基金业发展速度过快也会产生副作用,比如,今年基金规模的超常规发展,在推动股指节节走高,同时也带来了蓝筹股泡沫的出现,投资风险增大。

证监会基金部4日下发的《通知》,正是基于对当前股市投资风险的一种控制。如果任凭基金规模盲目扩张,不仅会进一步加大股市的投资风险,而且也会给市场一种误导,并且对基金持有人来说,也将承担更大的市场风险。何况目前基金规模的这种盲目扩张,有许多甚至还是建立在并不合规的基金销售基础上的。比如,诱导投资者认为低净值基金更便宜,人为制造基金销售紧张氛围,误导投资者申购投资基金稳赚不赔以及申购投资基金可获得高收益等。因此,一旦股市行情发生转变,那么,这种不合规的基金销售所留下的隐患将是很大的。所以,证监会及时下发《通知》,要求基金公司有效地控制基金销售规模,避免基金规模盲目扩张,这一决定是非常正确的。

然而,基金公司能否做到有效控制基金销售规模,并把基金规模控制在向投资人承诺的范围内,这恐怕是一个很难完成的任务。虽然基金首发时,基金公司可以通过采取比例配售的方式把基金首发规模控制在规定的范围之内,但一旦新基金的封闭期结束而放开申购后,在基金赚钱效应的示范下,投资者争相申购,这是很正常的事情,基金公司也没有理由拒绝投资者的申购。进一步说,新基金只是在六个月以内保持基金规模控制在向投资人承诺的范围内,六个月之外就可以不受控制了,那么这六个月内的基金规模控制又有多少实际意义?

更重要的是,控制基金规模,基金公司或许未必有积极性。对于基金公司来说,控制基金规模等于在控制基金公司的利益。基金公司是靠提取基金管理费过日子的,而管理费的提取是与基金的资产规模挂钩的,基金规模越大,可提取的管理费就越多。所以,要切实有效地控制基金的销售规模,就要对症下药。尤其是要对基金管理费的提取办法进行改革,将基金管理费的提取与基金规模挂钩,修改为与基金的盈利挂钩。如此一来,基金公司片面追求基金规模的动力也就不复存在了。在此情况下,基金公司将会注重对投资盈利的追求,有效控制基金规模或许将会成为现实。

假如最低工资追上个税起征点

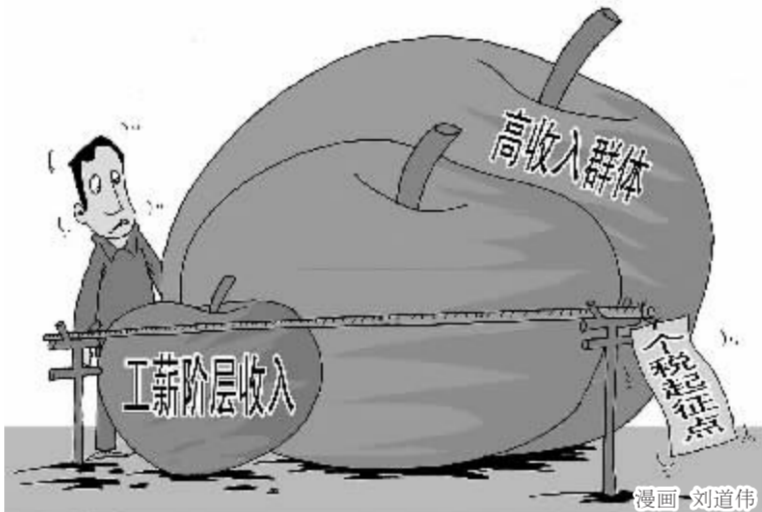
◎陈军华

日前,在清华大学举办的“财政现状与改革方向研讨会”上,清华大学经济管理学院教授王一江提出,可以考虑大幅度提高个人所得税的起征点。月收入一万元不要作为高收入人群调节的主要对象,而应是进入中产阶级的起点。王一江指出,目前月收入1600元作为起征点过低,而把年收入12万元以上的群体视为高收入人群也并不合适。

调高个税起征点,不仅仅是学者的建议,也是民众的心声。11月5日,中国青年报刊登的由该报社会调查中心组织的一次调查结果显示,高达97.0%的人认为目前的个税起征点不合适,与此同时,有同样比例的人期待能将其调高。

如果从另外一个角度来作比较,或许能更为直观地看清这个问题。劳动保障部有关负责人近日表示:最近几年是我国最低工资标准调整频率最快、调整幅度最大的年份。2004年3月前,10年间全国每个省份平均调整最低工资标准38次;2004年4月至2006年底,不到三年里,每个省份平均调整了19次。在调整频率加快的同时,标准提高幅度也在加大。仅2006年,各地最低工资标准调整幅度一般都在30%左右,幅度最高的省份达到64%。

自今年9月1日起,上海职工最低工资标准已经由每月750元提高到每月840元。自今年11月起,深圳市



最低工资标准每月已经调整到每月850元,而且,深圳市的地方法规规定:“每年对最低工资标准调整一次。”这就意味着,如果个税起征点保持不变,再过几年,深圳的最低工资标准就可能率先达到个税起征点,到时岂不成了天大的笑话?

从2006年1月1日起施行的新修订的个人所得税法,把个税起征点正式由之前的800元,提高到1600元。当时,之所以如此规定,是因为根据财政部的测算,扣除标准从800元提高到1600元后,工薪阶层纳税人已经占到总人数的60%减少到26%,结论是,“对减轻中低收入者负担的效果是明显的”。

但是,这个测算所依据的是当时的静态数据,并没有考虑到其增长性及通货膨胀等因素。从2006年1月1日至今,虽然时间还不到两年,但工薪阶层的纳税人人数已经远远超出了26%的比例,笔者查阅了相关报道,发现即便是一些中小城市,其工薪阶层缴纳个人所得税的比例也远远超出了60%。

以目前的个税起征点和1981年的相对比,或许能更清楚地看清现行个税起征点的不合理性:1981年职工平均工资约为每月60元,而起征点为800元,大约为月工资的133倍;到现在,起征点已调高到1600元,而据国家统计局10月29日公布的数据,今年前9个月城镇职工月平均工资为

1853元,起征点仅为月工资的86.3%。如果比照1981时的比例,现行的个人所得税法,把起征点定为24600元(即用1853乘以133)才更具有合理性,才不至于沦入两年不到起征点标准就显得过低的困局。

个人所得税的作用就是调节贫富差距,起征点太低,使它走向了反面——工薪阶层成为个税缴纳的主体。诚如清华大学教授王一江所言,起征点过低压制了中等收入者,而这一部分恰恰是社会中坚力量。十七大提出的目标是,到2020年“合理有序的收入分配格局基本形成,中等收入者占多数,绝对贫困现象基本消除”,要实现这一目标,我国的税收政策应该能够助推中等收入者的形成而不是相反。

我国居民可支配收入在国民可支配收入中的比重,从1996年开始便总体呈下降趋势,这意味着居民的可支配收入份额在减小,而政府的可支配收入份额在扩大。另一方面,我国国民工资占GDP的比例,1989年是16%,2003年则下降到12%,远低于一些市场经济较为成熟国家60%左右的水平。由于我国社会保障体系尚不够完善,无论是教育、医疗、住房等方面的支出,都严重依赖居民的个人收入。

在这种情况下,就应该施行更宽松的个税政策,减轻中低收入者的负担,这既有利于拉动内需,解决我国经济发展中的一个重大问题,也有利于藏富于民,实现国强民富。

■上证观察家

中国式牛市造就多个全球市值第一中国公司

近期一系列“全球市值第一”的新纪录正在被中国公司不断刷新。诸多内地因素导致港股和A股市场联袂上涨,是促使一些中国公司一跃而成为全球市值最大公司的重要原因之一。但这并非能正确反映上市公司本身,是中国式牛市催生了这一市场奇观。

◎乐嘉春

本周,中国石油在万众瞩目之中登陆了A股市场,并一跃而成为全球市值最大公司。其实,近期一系列“全球市值第一”的新纪录正在被中国公司不断刷新。例如,工商银行已超过汇丰集团和花旗集团,成为全球市值最大银行。还有,中国人寿是全球市值最大寿险公司,万科A是全球市值最大房地产公司等。在我们为中国公司勇夺“全球市值第一”感到自豪的同时,也不要忘记中国公司价值已被明显高估的投资风险正在产生与积聚,因为股市快速上涨催生了这些令人眩目的新纪录。

我们注意到,目前许多机构投资者之所以敢给这些超级蓝筹股这么高的估值,来自于一个难以释怀的民族情

结:中国的经济崛起,应该在股市中得到充分反映。当然,这些超级蓝筹股都是一些寡头垄断企业,非市场因素的强大支持使得它们在市场竞争中明显处于绝对优势地位,挤压了其他类型企业的生存空间和盈利能力。这些因素导致机构投资者更偏好于从资产估值的角度来看重新审视这些超级蓝筹股的投资价值,给予它们过高的估值,渐渐演变成了A股市场中一个新的投资原则。

同样,政策性因素也是导致这些超级蓝筹股价值高估的重要影响因素之一。其中,最为明显的是“港股直通车”计划。当宣布“港股直通车”计划与H股或红筹股都要相继回归A股市场的两大预期同时产生时,大量资金聚集于港股市场中,通过炒高H股或红筹股股

价,使得回归A股市场的超级蓝筹股定价偏高。从中国神华、中国石油等个股股价在回归A股市场前快速上涨及其A股发行定价偏高现象中,我们可以清晰地看到这一影响究竟有多大。

而目前国内基金业的发展现状也是影响超级蓝筹股估值偏高的因素之一。A股市场异常火爆,导致了今年以来国内基金业的非常规性发展。但是,基金业的投资配置方式使得持续获得的大量资金,被迫配置到实际上估值已偏高的超级蓝筹股中。因此,基金业所掌握的充沛资金流,在客观上影响了目前超级蓝筹股股价的持续上涨。

另外,港股与A股市场之间的联动效应,促使港股股价(包括H股)与A股股价之间出现了“比学赶超”的市场现象。随着内地资金在港股市场中的话语权越来越大,港股市场已显现A股化的倾向。例如,港股市场也已不再注重传统的估值标准,而开始沿袭A股市场中风行的资产重估标准。这样,H股和A股之间的价差效应,逐渐演变成了H股股价持续上涨的动力,反过来又成为推升A股超级蓝筹股股价的上涨动力。

上述分析表明,诸多内地因素导致

港股和A股市场联袂上涨,是促使一些中国公司一跃而成为全球市值最大公司的重要原因之一。这让我们再次感受到了中国牛市的巨大力量。

这种奇迹也促使我们要分析这个问题:这些超级蓝筹股的大部分股份是控制在代表国家利益的大股东手中,只有很小一部分在不同的市场H股、A股、中流通,可流通股份的稀缺性和目前投资者(主要是机构投资者)的高昂投资热情共同推高了这些超级蓝筹股股价。

存在从一个侧面反映了目前中国股市所存在的问题和特征。尽管变化了的估值标准导致了这些超级蓝筹股股价的持续飙升,但股价上涨并非能正确反映上市公司本身。其实,中国公司的实际竞争力远远没有像其被高估的市值那么强大。这也暗示了这些超级蓝筹股的投资风险或股价泡沫已经产生或积聚,并反映了以蓝筹股为主导的A股市场泡沫化特征已非常明显。

当然,我们还可以透过一些数据分析来认识这一问题。例如,回归A股市场的中国石油公司的市盈率约为50倍,而英美石油公司的平均市盈率约为10-12倍;工商银行的市盈率约为33倍,而汇丰

银行的市盈率约为14倍;A股证券类公司的平均市盈率约为40-50倍,美国证券类公司的平均市盈率约为11倍;A股保险类公司的平均市盈率约为50倍,美国保险类公司的平均市盈率仅为11倍。

也许,有人会说,中国公司具有体制性(包括寡头垄断和非市场化因素)的溢价能力,市盈率高于国际同行的市盈率水平是正常的现象,但问题是如果市盈率水平远远超过国际水平是否合理?如果说合理的话,这只能是从中国式牛市可以催生这些超级蓝筹股股价飙升中找到解释的某种理由。

这说明,目前一些中国公司一跃而成为所属行业的“全球市值最大公司”,并非说明一些中国公司的实际规模或盈利能力有足够大,且超过了国际同行水平,恰恰反映的是国内过剩流动性、政策性因素和机构投资者的非理性行为等导致了一些超级蓝筹股的中国式强大,但这些公司离真正强大可能还有一段路要走。

因此,我们应当保持清醒的头脑,要认识到催生一些中国公司不断刷新“全球市值第一”纪录的最直接原因是中国式牛市,而非公司本身。这种幻觉的背后也潜伏着未来中国股市的一定投资风险。